

LA
STABILISATION
du Franc Belge

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le Vendredi 10 Juin 1927, à 14 heures

PAR

RENÉ ORVAIN

Lauréat de la Faculté de Droit de Caen

JURY

Président : M. AFTALION, Professeur.

Suffragants : { M. HITIER, Professeur.
 { M. ALLIX, Professeur.

SOCIÉTÉ ANONYME

DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS (V^e)

LÉON TENIN, Directeur de la Librairie

1927

LA STABILISATION
DU FRANC BELGE

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA
STABILISATION
du Franc Belge

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le Vendredi 10 Juin 1927, à 14 heures

PAR

RENÉ ORVAIN

Lauréat de la Faculté de Droit de Caen

JURY

Président : M. AFTALION, Professeur.
Suffragants : { M. HITIER, Professeur.
 { M. ALLIX, Professeur.

SOCIÉTÉ ANONYME

DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS (v°)

LÉON TENIN, Directeur de la Librairie

1927

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



LA STABILISATION DU FRANC BELGE

PREMIÈRE PARTIE

L'Assainissement des Finances publiques Belges et le Problème Monétaire en 1925

Après une crise ministérielle longue de plus de deux mois et devant l'abstention ou les exigences de chacun des trois grands partis, socialiste, catholique, libéral, qui se partagent l'opinion publique en Belgique, il avait fallu faire appel à cette opinion.

Des élections générales eurent lieu le 5 avril 1925, elles furent favorables au parti de gauche, sans cependant lui donner la majorité.

Cette situation obligea à une entente entre le parti socialiste et une fraction du parti catholique pour arriver à constituer un Gouvernement viable et ce fut un ministère de coalition qui fut formé.

Celui-ci allait se trouver devant une tâche difficile. Ruinée à la suite de la guerre, la Belgique devait poursuivre l'effort de redressement qu'elle prolongeait avec

une persévérance et une tenacité remarquables depuis bientôt six ans.

Sans doute, bien des problèmes avaient été résolus, et la restauration économique se parachevait. Mais ce n'avait été qu'au prix des plus lourds sacrifices et pour se rendre compte du poids que les finances publiques avaient eu à supporter, il suffira d'examiner le chemin parcouru en ces quelques années.

CHAPITRE PREMIER

LE RELEVEMENT ÉCONOMIQUE DE LA BELGIQUE DE 1919 à 1925

Il faut bien se rappeler, tout d'abord, quelle était la situation tragique du pays à sa libération, après quatre années de vie économique inexistante ou extrêmement ralentie, après quatre années de bataille dans les Flandres, après quatre années d'occupation du territoire par l'envahisseur.

Les voies de communication étaient partiellement hors d'usage : 1.100 km. de voies ferrées étaient totalement détruits, 400 partiellement, 2.670 locomotives sur 4.000, donc plus de 65 % étaient inutilisables, de même que 7.000 wagons sur 8.000 ; 600 kms de voies navigables avec leurs écluses devaient être refaits ; on eut à rebâtir plus de 100.000 maisons, à remettre en état les ports de Zeebrugge et d'Ostende, à reconstituer et rééquiper nombre d'usines dont le matériel avait été systématiquement détruit ou enlevé par les Allemands, enfin dans la Flandre Occidentale s'étendait une « zone rouge » de 46.000 hectares totalement dévastés.

Tout était, à peu de chose près, restauré dès 1924.

L'effort de relèvement industriel a été tout aussi ac-

centué. La meilleure façon de montrer rapidement la reprise du mouvement économique est de donner quelques chiffres relatifs à la production des principales branches de l'industrie et de rapprocher les résultats de ces dernières années de ceux obtenus en 1913.

CHARBONNAGES

1913	22.841.000 Tonnes	=	100
1918	13.892.000 "		60 %
1919	18.482.000 "		80 %
1923	22.922.000 "		100,3 %
1924	23.360.000 "		102,3 %

FABRICATION DE COKE

1913	3.523.000 Tonnes	=	100
1918	526.000 "		15 %
1919	756.000 "		21,5 %
1923	4.179.000 "		118,7 %
1924	4.216.000 "		119,7 %

ZINC

1913	204.000 Tonnes	=	100
1919	19.000 "		9,7 %
1923	147.000 "		71 %
1924	163.000 "		77 %

VERRERIES

1913	41.700.000 m2	=	100
1923	31.343.000 m2		75,1 %
1924	30.071 000 m2		73,6 %

FORGE

1913	2.484.000 Tonnes	=	100
1919	250.000 "		10,1 %
1923	2.147.000 "		86,4 %
1924	2.843.000 "		114,5 %

ACIER

1913	2.404.000 Tonnes	=	100
1919	321.000	«	13,4 %
1923	2.238.000	«	93,1 %
1924	2.803.000	«	116,6 %

TEXTILES

Filatures de coton

1° Si l'on considère le nombre de broches en activité, ce nombre était en 1913-14 de :

$$1.492.000 = 100$$

Pendant le 1^{er} semestre 1924 il était de $1.640.000 = 109,9 \%$

et pendant le 2^e semestre 1924 de $1.656.000 = 111 \%$

2° La production totale de la filature belge est estimée approximativement comme suit :

1913	51.000.000 Kgs	=	100
1918	—		—
1923	47.050.000	«	92,2 %
1924	49.264.000	«	96,6 %

Filatures de lin, chanvre et jute

En 1914, la filature de lin et étoupe actionnait 329.000 broches. En y ajoutant l'outillage destiné à la mise en œuvre du chanvre et du jute, on obtient : 375.000 br.
en 1923 240.000 «

Industrie lainière (de Verviers et de Dison) :

Total des poids conditionnés et pesés :

1913	27.578 Tonnes	=	100
1923	27.911	«	101,2 %
1924	31.027	«	112,5 %

Raffinerie de sucre

1913	130.462 Tonnes	=	100
1919	93.776	«	71,8 %
1923	155.238	«	118,9 %
1924	152.247	«	116,7 %

Ainsi qu'il est aisé de le constater par l'examen de ces résultats, la production dans son ensemble paraissait devoir rapidement atteindre son niveau d'avant-guerre. Pour certaines industries, il était même atteint ou dépassé dès 1923 et 1924. C'était le cas pour les charbonnages notamment, par suite du développement du bassin de la Campine, et aussi pour les industries métallurgiques, textiles ou sucrières.

L'activité commerciale de son côté reprenait son essor, ainsi qu'il résulte des chiffres connus au début de 1925; le déficit de la balance commerciale tendait à se réduire; le rapport des exportations aux importations était de 73 % en 1913, de 45 % seulement en 1919 et revenait en 1923, aux environs immédiats de 73 %.

Le mouvement de la navigation augmentait d'année en année.

On avait noté en 1913 :

11.505 entrées de navires avec un tonnage de 16.907.417 T.
et en 1923 :

13.806 entrées de navires avec un tonnage de 20.455.438 T.

Quant aux Chemins de fer, les statistiques officielles indiquaient qu'ils avaient transporté en 1913, 5.729 millions de tonnes kilométriques, et dès 1921, 7.040 millions.

Ces quelques chiffres ont sans doute leur éloquence,

mais font-il ressortir suffisamment la charge qu'un tel relèvement, exécuté dans un délai aussi court, à imposé à ce pays de 7 millions d'habitants, groupés sur un territoire grand à peine comme trois ou quatre départements français ?

On a estimé que la remise en état des terres, la reconstruction des maisons et des usines, l'équipement de ces dernières, la restauration des voies de chemin de fer et de navigation, les travaux publics de toutes sortes, les achats de matériel, etc... ont coûté plus de 20 milliards qui devaient être mis au compte des réparations dues par l'Allemagne. Mais la carence de celle-ci a laissé peser sur les budgets de l'époque cette charge écrasante et la Belgique entra dans l'ère des difficultés financières.

En effet, le total des dépenses s'élevait en 1919 à 6.200 millions, en 1920 à 10.357 millions, faisant apparaître un déficit de 5 milliards pour 1919 et 5.700 millions pour 1920.

Le cadre des moyens financiers du pays était dépassé, et tout a été dit sur les « budgets d'illusion » présentés à ce moment au Parlement.

Sans doute ce déficit a été largement réduit dans les années suivantes, ainsi qu'on peut s'en rendre compte par la lecture du tableau ci-dessous, mais ce ne fut que grâce à des emprunts dont les charges d'amortissement et d'intérêts s'accumulaient.

Déficits budgétaires annuels (1) :

1919	5.011	millions
1920	5.714	«
1921	4.202	«
1922	2.395	«
1923	1.688	«
1924	717	«

Au total 19.727 «

Les seuls budgets des dépenses dites recouvrables atteignirent en 1924 une vingtaine de milliards. La dette publique s'était accrue dans des proportions plus considérables encore. En effet, elle n'était avant la guerre que de 4.628 millions et son montant s'élevait :

Au 30 Septembre 1919	à 25.470.000.000
Au 30 Septembre 1920	à 31.000.000.000
Au 30 Septembre 1921	à 37.026.000.000

Pendant la période envisagée, les budgets étaient dressés avec un ingéniosité redoutable : on comprima le budget des dépenses ordinaires, on gonfla celui des dépenses extraordinaires et on imagina le budget des dépenses dites recouvrables.

En 1922 on comprit qu'à peine de catastrophe il fallait en revenir coûte que coûte aux saines traditions : diminuer les dépenses, augmenter les recettes et réaliser ainsi l'équilibre budgétaire.

Un vigoureux effort fut accompli, il donna aussitôt des résultats tangibles.

(1) Cf: Situation du Trésor Public Belge au 1^{er} janvier 1926, annexe n° 8.

Alors que pendant les trois années précédentes, la dette augmentait avec régularité de 6 milliards par an, en 1922, la progression se ralentit pour arrêter sa course à la fin de 1924.

Pour ordre, il convient de rappeler que le montant de la dette publique qui était au 30 septembre 1921 de 37.026 millions passait au 30 septembre 1922 à 39.502 millions ne faisant plus apparaître qu'une augmentation de 2 milliards et demi contre 6 milliards l'année précédente. Au 30 septembre 1923 l'augmentation ressortait à un milliard seulement, le montant de la dette étant arrêté à 40.485 millions, au 30 septembre 1924 ce montant s'élevait à 40.684 millions, l'augmentation n'était plus que de 200 millions.

Cette augmentation formidable de la dette rendait extrêmement difficile la gestion des finances publiques, d'autant plus que ce problème se trouvait singulièrement aggravé par l'instabilité des changes étrangers et la dépréciation continue de la monnaie nationale.

Restauration financière après la Restauration économique, Restauration monétaire, c'était la tâche très délicate qui allait s'imposer au nouveau Gouvernement s'il voulait assurer la prospérité du pays dans l'avenir et effacer, dans la mesure du possible, toute trace de la guerre et de la crise d'après-guerre.

Il convient donc d'étudier comment ce but pouvait être atteint, mais ce ne sera possible qu'après avoir mesuré la gravité du mal monétaire et l'étendue de ses conséquences. Il faut en somme examiner d'abord, pourquoi une réforme monétaire était souhaitable, avant de rechercher comment elle était réalisable.

CHAPITRE II

LA HAUSSE ET LES FLUCTUATIONS DES CHANGES

§ 1. — *Les faits*

Le billet de banque belge était inconvertible depuis le mois d'août 1914. Au cours de la guerre, les alliés avaient établi entre eux, une solidarité financière, qui avait eu pour résultat d'éviter à leurs monnaies des différences sensibles de cours. On pouvait espérer que cette solidarité se continuerait jusqu'au moment où les vaincus auraient pu rembourser aux vainqueurs les dépenses faites et réparer les dommages causés.

Mais cette illusion fut de courte durée et dès le début de 1919 le « Front Financier » unique qui avait été commandé par les nécessités de la guerre, fut rompu.

C'est alors que commença à se manifester la dépréciation du billet de banque belge, dont on ne pouvait songer à rétablir la convertibilité contre l'or.

Si l'habitude est maintenant prise de mesurer la dépréciation du franc belge en le comparant aux cours atteints par la livre, il est pourtant plus exact d'établir cette com-

paraison avec le dollar U. S., seule devise, qui négociée très largement sur le marché de Bruxelles, soit toujours restée convertible.

On connaît l'amplitude croissante des fluctuations du franc belge et comment sa dépréciation est allée en s'accroissant. Le tableau ci-dessous en indique les principales étapes, jusqu'à l'arrivée au pouvoir du nouveau ministère de coalition (1)

Pair (1914)		5.18
Février	1919	6.
11 Déc.	1919	10.25
5 Fév.	1920	15.
15 Avril	1920	15.25
8 Juil.	1920	11.25
29 Déc.	1920	16.20
19 Mai	1921	11.30
Nov.	1921	14.78
31 Déc.	1921	13.
Juin	1922	13.
8 Nov.	1922	17.84
1 ^{er} Fév.	1923	19.65
2 Août	1923	22.75
Mars	1924	30.60
Avril	1924	17.47
Juil.	1924	23.45
Août	1924	19.98
Déc.	1924	20.12
Fév.	1925	19.66
Mars	1925	19.73

Ainsi depuis quelques mois le calme régnait sur le marché, et on aurait pu croire la bataille défensive des

(1) Voir à ce sujet le graphique à la fin du volume.

changes terminée. Cependant cette stabilité relative restait précaire tant que le Gouvernement n'aurait pas fait disparaître les causes de la dépréciation en mettant en œuvre les moyens appropriés.

§ 2. — *Les causes possibles de la dépréciation
de la monnaie*

Le cours des changes exprime la valeur que représente pour l'étranger la monnaie d'un pays et le marché des changes est en quelque sorte un marché de billets de banque. Sans doute, il s'y négocie presque exclusivement des traites sur ou en provenance de divers pays. Cependant, qu'il s'agisse de remises effectives de billets, qu'il s'agisse de négociation de papier de commerce entraînant même simplement inscription en compte-courant, sans mouvement effectif de fonds, toutes les opérations de change que fait la Belgique se traduisent nécessairement soit par des achats de marchandises, soit par des placements de capitaux, opérations ayant pour mesure l'instrument de circulation monétaire du pays, le billet émis par l'Institut d'Emission.

Evidemment, avant la guerre, l'or était monnaie légale, mais ne circulait en réalité qu'en faible quantité. On utilisait plus couramment le billet beaucoup plus pratique, qui était échangeable à vue contre de l'or à l'Institut d'Emission, la « Banque Nationale » en Belgique.

Deux sortes de faits peuvent influencer sur la valeur du billet de banque à l'étranger : la quantité offerte ou demandée et la situation révélée par le bilan de la Banque d'Emission.

Le cours du change se fixe en principe sur chaque place, par le jeu de l'offre et de la demande. Tout paiement à l'étranger et tout transfert de capitaux au dehors impliquent des achats de monnaie étrangère et par conséquent des ventes de monnaie nationale. Et réciproquement tout paiement reçu de l'étranger et toute importation de capitaux supposent des ventes de monnaie étrangère et des achats de monnaie nationale. Selon que les sorties de fonds sont supérieures ou inférieures aux entrées, ce sont les demandes ou les offres de monnaie étrangère qui l'emportent.

Lorsque les pays qui procèdent à ces mouvements de capitaux ont des monnaies d'or effectives, que leurs billets sont convertibles, le déséquilibre entre l'offre et la demande peut être grand; il n'aura jamais grande influence sur le cours du change; les variations possibles ont une limite très étroite : les Gold Points.

Ceci suppose que le billet soit échangeable à vue contre de l'or et pratiquement, ce résultat est obtenu s'il ressort du bilan de la Banque d'Emission que cet Etablissement a la réserve suffisante pour couvrir aussi bien les billets émis (qui ne sont que des promesses de paiement) que le solde de ses comptes-courants, s'il est débiteur.

On ne pensait guère avant 1914 que la Banque d'Emission puisse être dispensée d'assurer la convertibilité de ses billets. Lorsqu'une demande d'or anormale se produisait, le simple relèvement du taux de l'escompte suffisait en général à défendre l'encaisse métallique. Cependant, ce qu'on ne voulait pas considérer comme possible, la guerre l'imposa : un Arrêté Royal du 2 Août 1914 décréta le cours forcé en Belgique.

Privée de tout support métallique, quelle allait être aux yeux de l'étranger la valeur du billet de banque ? Subirait-elle uniquement les effets de la loi de l'offre et de la demande et dépendrait-elle exclusivement de la balance des comptes ? Allait-elle être appréciée selon le pouvoir d'achat que ce billet représentait ? C'eût été méconnaître l'influence d'autres facteurs tels que l'espoir que peut avoir le détenteur du billet, de se voir un jour rembourser en or, en totalité, ou en partie, chacun appréciant à sa manière le degré de sécurité que représente pour lui ce billet. On devait donc penser que d'une façon plus ou moins sensible, le change allait subir l'action de ces facteurs qualitatifs qui sont à la base de la théorie psychologique du change.

Le change belge ne fut guère modifié pendant la guerre de même que le change français, grâce aux crédits très larges fournis par nos alliés et associés d'Angleterre et d'Amérique. Mais une fois « l'unité de front » rompue, comment le marché allait-il réagir et quelles causes allaient l'influencer ?

Ce furent exactement les mêmes facteurs, mais dont l'importance allait avoir singulièrement plus d'ampleur.

Le régulateur, c'est-à-dire la convertibilité faisant totalement défaut, au surplus l'exportation de l'or étant interdite, les habitants du royaume débiteurs de l'étranger ne pouvaient plus échapper à la hausse des devises étrangères par un envoi d'or à leurs créanciers : le gold point de sortie avait disparu, puisqu'il n'y avait plus d'or exportable.

Donc, aucune limite ne s'imposait, théoriquement du moins, au jeu de la loi de l'offre et de la demande.

Ainsi, il est facile de constater dans un pays à cours forcé, la grande importance que prennent immédiatement les divers éléments de la balance des comptes, mouvements de capitaux, balance du commerce, importations ou exportations invisibles; dès qu'ils présentent un solde débiteur, ils pèsent lourdement sur l'offre de la devise intéressée, donc sur son cours.

C'est aussi dans ce cas du pays à cours forcé que l'examen du bilan de la banque va prendre toute son importance et toute sa signification. D'abord, par le chiffre de l'encaisse. Mais celui-ci ne présente d'intérêt que par rapport au nombre des billets émis. Et ici, il faut distinguer deux sortes d'émission, d'abord l'émission commerciale, qui est l'émission normale. Elle suit le développement du commerce et les mouvements des prix, et opérée par la Banque avec quelque prudence, elle ne présente pas d'inconvénients réels. Elle suit la hausse des prix. Et d'autre part, il faut distinguer ensuite l'émission de billets, pouvoir d'achat créé par la Banque pour le compte de l'Etat et qui figure dans son bilan au poste « Avances à l'Etat ».

Ces billets, que la Banque ne peut pratiquement pas refuser de mettre en circulation, sont émis sans autre garantie qu'une signature de l'Etat qui, pour cette tranche d'émission, substitue, à proprement parler, son crédit à celui de la Banque. Et l'étranger qui aura à apprécier la valeur de la monnaie en cours, tiendra nécessairement compte des possibilités qu'a cette créance d'être remboursée par l'Etat.

La situation financière de l'Etat présente donc une très grande importance au point de vue du change. Si l'Etat a peu de charges et équilibre normalement son budget, la créance de la Banque est sûre, il n'y a pratiquement pas de dépréciation. Il en est tout autrement si l'Etat n'équilibre pas ses recettes et ses dépenses, s'il fait des emprunts onéreux, si sa dette flottante est considérable, en un mot, si ses finances sont mauvaises. Ainsi non seulement tout ce qui rend le recouvrement de la créance de la Banque sur l'Etat plus incertaine, mais encore tout ce qui tend simplement à une nouvelle émission est de nature à déprécier le cours du billet sur le marché des changes.

En résumé, ce cours dépend donc tout à la fois de facteurs quantitatifs, balance des comptes, rapport de l'encaisse et du chiffre des émissions, et de facteurs psychologiques tels que la situation financière de l'Etat, la politique générale du Gouvernement, dont l'influence appréciée diversement par chacun, peut contribuer à créer chez les négociants, industriels, ou capitalistes, l'incertitude ou l'optimisme, le scepticisme ou la confiance.

CHAPITRE III

LES FACTEURS DE LA HAUSSE DES CHANGES EN BELGIQUE

Chacun des éléments qui viennent d'être envisagés a joué son rôle dans la Belgique d'après guerre. Il convient donc d'étudier pour la période allant de 1918 à 1925 quelle a été l'influence de chacun d'eux sur la tenue du marché des changes.

A. — FACTEURS QUANTITATIFS

1° *La circulation*

L'émission de billets par la Banque Nationale se présente ainsi

Date	Emission	Augmentation en %
30 6 1914	1.007 millions	100
30 12 1918	3.210 «	318
31 12 1919	4.785 «	475.2
31 12 1920	6.260 «	621.4
31 12 1921	6.415 «	638.8
31 12 1922	6.876 «	682.5
31 12 1923	7.537 «	748.1
31 12 1924	7.873 «	781.4

Ainsi qu'on peut en juger, la progression a été constante. Cependant l'Etat n'a pas une seule fois depuis 1919 contracté de nouvel emprunt à la Banque. Au contraire, il lui a remboursé 600 millions; mais en 1918 le Gouvernement de l'époque, voulant retirer de la circulation les marks émis par les Allemands au cours de leur occupation, notamment pour payer les réquisitions militaires imposées au pays, demanda à la Banque son concours. Ce retrait avait été prescrit par deux Arrêtés Royaux en date du 9 Novembre 1918.

On ne pouvait procéder à un retrait pur et simple. Il convenait d'assurer en même temps au pays les moyens de circulation nécessaires aux transactions. De plus le Gouvernement considérait qu'il était de son devoir d'éviter toute perte à la population détentrice par force de ces marks (qui se négociaient alors à Fr. 0.65). Un Arrêté Royal du 9 Novembre 1918 avait donc fixé le prix de remboursement à Fr. 1.25 le mark et prévu qu'il pouvait être effectué soit en Bons du Trésor, soit en billets de banque.

Les estimations officielles prévoyaient qu'on aurait environ 1 milliard à rembourser dans ces conditions. Or, il en a été présenté en réalité 4 milliards et demi environ, qui provenaient pour la plus grande part de la thésau-risation dans les campagnes et aussi pour une part moindre de la fraude qui, dès que cet échange a été connu, a introduit en Belgique une quantité de marks évaluée par M. Franck, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, entre 600 millions et 1 milliard (1).

Il a fallu encore y ajouter par la suite un milliard

(1) *Le Flambeau*, 31 janvier 1926.

700 millions de marks revenus d'Allemagne à titre de restitution des sommes enlevées aux banques et aux particuliers. Au total, on a remboursé plus de 6.400 millions de marks, soit en francs 7.635 millions, partie par une émission de Bons du Trésor (1.930 millions environ) et le solde (5.600 millions) par la création de billets, et les marks retirés de la circulation furent remis à la Banque Nationale en attendant leur remboursement par l'Allemagne.

Après bien des négociations, le Gouvernement et la Banque n'ont jamais pu se faire rembourser par l'Allemagne, et les marks figurent toujours au bilan de la Banque Nationale, sous la rubrique « Compte d'Ordre » à un poste « Dépôt en monnaie allemande ».

De plus, l'Etat reprit à son compte en exécution d'une loi du 14 Novembre 1919 le montant de la dette dite « Interprovinciale » qui représentait la première des contributions de guerre payée aux Allemands. Cette dette était de 480 millions. Le total des avances faites par la Banque s'élève de ce chef à un total de 6.080 millions.

Le bilan de la Banque n'a pas révélé immédiatement une augmentation correspondante dans le chiffre des billets émis. L'explication qu'on peut en donner est que les détenteurs de marks qui n'avaient pas l'emploi des sommes reçues les ont laissées en dépôt en compte-courant. Mais peu à peu elles ont trouvé leur emploi et le chiffre des dépôts est allé progressivement en diminuant tandis qu'augmentait l'émission des billets.

Dates	Billets en circul.	Total des C. Cour. débiteurs	Circulation totale
30 Juin 1914	1.007.5	113.7	1.121.1
31 Déc. 1918	3.210.5	582.7	2.793.1
31 Déc. 1919	4.785.9	2481.7	7.267.6
31 Déc. 1920	6.260.5	1159.3	7.419.8
31 Déc. 1921	6.415.0	667.1	7.082.1
31 Déc. 1922	6.876.4	456.8	7.333.2
31 Déc. 1923	7.537.2	430.2	7.967.4
31 Déc. 1924	7.873.1	437.7	8.310.8
29 Janv. 1925	7.647.9	406.0	8.858.7
26 Mars 1925	7.457.6	315.7	7.773.3

Cependant, le nombre des billets a augmenté plus qu'il n'a diminué le chiffre des dépôts : un milliard et demi environ, plus les 600 millions remboursés par l'Etat à la Banque, mais cette circulation accrue est due aux besoins commerciaux et industriels du pays.

2° *La balance des comptes*

La balance des comptes d'un pays est toujours chose délicate à établir, car si quelques uns de ses éléments présentent un caractère assez net de certitude, il est difficile au contraire d'évaluer et de contrôler les autres.

Pour la Belgique, les chiffres de la balance commerciale sont à peu près certains et dès avant la guerre ces chiffres présentaient un déficit assez accentué. Les exportations n'atteignaient pas 75 % des importations, et en 1913 le déficit du commerce spécial était de 1334 millions. Ce chiffre était compensé par les autres éléments de la balance des comptes, notamment par le produit du commerce de transit, fort important, par l'afflux des capitaux de placement, notamment des capitaux français,

enfin par le produit du portefeuille belge à l'étranger, que M. le professeur Baudhuin évalue pour cette époque à 248 millions.

La guerre a provoqué des modifications très profondes dans cet équilibre.

La balance commerciale est toujours restée en déficit mais le rapport des exportations aux importations est allé sans cesse en s'améliorant ainsi qu'il ressort du tableau suivant :

Balance commerciale de la Belgique
(en millions de francs)

Années	Importations	Exportations	Déficit	Rapport des Exportations aux Import.
1913	5.049	3.715	1.334	73,6 %
1919	5.245	2.300	2.945	45,8 %
1920	12.941	8.862	4.079	68,3 %
1921	10.198	7.273	2.925	71,3 %
1922 ⁽¹⁾	6.482	4.400	2.082	68 %
1923 ⁽¹⁾	13.204	9.725	3.479	73,6 %
1924 ⁽¹⁾	17.581	13.932	3.649	79,2 %
1925 ⁽¹⁾	17.805	14.536	3.269	81,6 %

(1) Chiffres de l'Union Belgo-Luxembourgeoise. A noter que les chiffres belges se trouvent de ce fait subir une légère diminution, la balance commerciale du Grand-Duché étant plus déficitaire encore.

Quant à la balance financière proprement dite, il y a eu des sorties de capitaux relativement considérables et très difficiles à contrôler. Presque tout le commerce belge est du commerce avec l'extérieur ce qui facilite par conséquent l'exportation des capitaux.

En outre, quelques sorties officielles de capitaux ont eu lieu : Bons du Trésor chinois, paiement de 75 millions au Luxembourg, de 50 millions au Congo, enfin, plus tard,

participation aux emprunts de reconstruction monétaire allemand et autrichien.

Le déficit s'est trouvé partiellement compensé par des apports de capitaux de nature assez diverses.

Le transit des marchandises ou produits manufacturés de toutes sortes à travers la Belgique et par les ports belges, va sans cesse en augmentant et donne un appoint de recettes appréciable.

Le portefeuille étranger détenu par les Belges avant 1914 était estimé par le professeur Baudhuin à environ 9 milliards. Ce chiffre doit avoir subi une diminution importante du fait des événements, notamment en ce qui concerne les capitaux investis en Russie. Mais aucune statistique officielle n'étant établie, il est impossible de fournir des chiffres exacts. On peut penser cependant que les revenus à provenir de ces placements ne s'éloignent guère de 7 à 800 millions de francs-papier (1).

Des crédits particuliers dont on ne peut guère chiffrer l'importance ont été obtenus par les importateurs et les banquiers.

Il faut de plus tenir compte des revenus grandissants fournis par les entreprises établies au Congo ou à l'étranger. Le taux élevé de l'intérêt et l'espoir d'une revalorisation ont également attiré en Belgique des capitaux de spéculateurs, mais ces capitaux et ces crédits sont dangereux parce que très instables.

Il faut encore signaler aux recettes, les sommes reçues de l'Allemagne en paiement des Réparations. Elles repré-

(1) Voir: Professeur Baudhuin: la *Structure Economique de la Belgique*, 1926.

sentaient au 30 juin 1924, grâce à la priorité belge, 796 millions de marks-or.

D'autre part, la Belgique, dès 1919, n'aurait jamais pu régler les importations relativement énormes qu'elle avait faites alors et qui étaient indispensables à la reconstitution de ses stocks ou même simplement à la reprise de sa vie économique si ces principaux fournisseurs, Grande-Bretagne, Etats-Unis, Canada et France, ne lui avaient fait d'importantes ouvertures de crédit.

Depuis lors, le déficit de la balance des comptes a entraîné l'ouverture d'autres crédits ou leur consolidation sous forme d'emprunts placés à l'étranger, aux Etats-Unis surtout : par exemple, les trois emprunts émis en 1920, 1921 et 1924 respectivement aux taux de 7,5 %, 8 % et 6 1/2 %.

Sans étudier le détail de la dette publique extérieure, qu'il suffise d'indiquer que, de négligeable qu'elle était en 1914, elle représentait en 1924 plus de 15 milliards de francs belges.

B. — LA QUALITÉ DE LA CRÉANCE DE LA BANQUE SUR L'ÉTAT

Les finances de l'Etat

La reconstruction économique a causé à l'Etat des charges très lourdes, et malgré une réorganisation du système fiscal et l'instauration d'impôts sévères, il avait encore en 1925 de très sérieuses difficultés à vaincre pour établir l'équilibre entre ses recettes et ses dépenses.

L'étude comparative des budgets belges d'après guerre

est assez délicate à faire, à cause de la façon dont ils sont présentés; en effet, la règle de l'unité budgétaire n'est pas appliquée, et dans la période d'après-guerre, leur forme a profondément varié d'un exercice à l'autre.

En 1919 et 1920, par exemple, recettes et dépenses furent groupées en deux budgets : ordinaire et extraordinaire. A partir de 1921 apparaissent séparément les budgets du ravitaillement, des dépenses recouvrables, des chemins de fer, ces deux derniers étant auparavant confondus dans l'ordinaire, tandis qu'étaient portées à l'extraordinaire les recettes des Réparations, et la majeure partie des dépenses recouvrables, les recettes et les dépenses du ravitaillement.

Il serait beaucoup trop long et inutile d'étudier les résultats de chacun de ces comptes. Il suffira de se reporter au tableau ci-dessous indiquant le déficit global des exercices 1919 à 1925, d'après la « Situation du Trésor Public Belge ».

(En millions de francs)

	Recettes	Dépenses	Excédents des Recettes	des Dépenses
1919	4.069	6.987	—	2.918
1920	7.431	10.277	—	2.846
1921	7.077	8.398	—	1.321
1922	6.767	8.437	—	1.670
1923	8.622	8.857	—	235
1924	10.198	9.880	318	—
	44.164	52.836	318	8.990

Le déficit net accusé est de 8.672 millions de francs.
Mais le déficit réel pour la période 1919-1924 s'élève

verait à 19.700 millions de francs si l'on n'avait compris dans le chiffre des recettes le produit des emprunts consolidés.

En somme la situation se présentait de façon défavorable. Le déficit qui restait constant malgré de nouveaux impôts et des emprunts consolidés, l'importance de la dette flottante d'autre part étaient autant de facteurs qui pouvaient obliger l'Etat à recourir d'un jour à l'autre à de nouvelles demandes d'avances à l'Institut d'Emission et bien que depuis 1919 on n'ait plus eu recours à l'inflation, le risque en restait latent.

La qualité de la politique financière influait directement sur la qualité des dettes de l'Etat et par là au moins sur les facteurs psychologiques du change. Une politique financière très ferme s'imposait, si l'on voulait éviter les conséquences désastreuses d'une nouvelle dépréciation de la monnaie.

CHAPITRE IV

CONSÉQUENCES DE LA HAUSSE DES CHANGES ÉTRANGERS

Parmi les causes de l'abaissement des nations, l'une des plus importantes mais que peu de personnes comprennent est la dépréciation de la monnaie; sans violence et par des routes cachées, elle conduit un royaume à sa perte.
COPERNIC.

La dépréciation monétaire agit sur la vie même d'un pays, et peut le mener à la ruine, du fait même qu'elle introduit le déséquilibre et l'instabilité dans toutes les relations économiques.

La hausse des changes étrangers exprime le fléchissement de la valeur de la monnaie nationale. Celle-ci voit par conséquent son pouvoir d'achat diminuer à l'extérieur; il en faudra donc une plus grande quantité pour permettre l'achat et l'importation d'une même quantité de marchandises.

Mais dans un petit pays qui comme la Belgique ne vit guère que du commerce international, qui doit importer les 3/4 de ses subsistances et la totalité des matières premières de ses industries textiles et métallurgiques, les prix intérieurs s'adaptent très vite aux prix mondiaux, et toute hausse des changes entraîne une hausse des prix intérieurs; cette hausse est visible d'abord sur les nombres-

indices des prix de gros, dont la courbe est presque parallèle avec celle du change avec à peine un mois de retard; puis plus lentement, les prix de détail suivent avec un certain décalage, et une irrégularité un peu plus accentuée.

Pour se rendre compte de l'influence presque exclusive que les changes ont exercé sur les prix, il suffit de considérer leurs courbes respectives. Avec très peu de retard, la courbe des prix de gros est presque superposable à celle du change.

Mais pour l'étranger, il n'y a pas eu hausse des prix spéciale à la Belgique. En effet, avec la même quantité d'or il a davantage de monnaie belge, et la hausse du change est d'une façon générale en avance sur celle des prix intérieurs, les marchandises belges seront au contraire pour lui meilleur marché.

Voici pour simple preuve quels sont les nombres indices des prix belges exprimés en valeur-or, compte tenu par conséquent de la valeur au même moment des monnaies convertibles, et les nombres indices des prix aux Etats-Unis.

Index-Number des prix de gros en or

	Belgique				Etats-Unis d'Amérique			
	1922	1923	1924	1925	1922	1923	1924	1925
Janvier..	150.0	134.5	126.0	145.34	138	156	151	160
Avril ...	151.5	144.0	149.1	140.42	143	159	148	156
Juillet..	144.0	126.0	133.2		155	151	147	
Octobre.	135.0	129.0	138.25		154	153	152	

Ainsi la hausse des prix intérieurs a été en réalité purement apparente, puisque les prix belges convertis en monnaie d'or, c'est-à-dire en monnaie identique à celle

de 1914, sont nettement au-dessous des prix mondiaux. Mais toute l'erreur commise en parlant de hausse des prix et de vie chère provient de ce qu'on appelle du même nom des choses de nature et de qualité différentes : le franc aux diverses époques. Sans doute la loi et les tribunaux en font une obligation sévère, mais c'est quand même une contre-vérité économique, mensonge forcé, mensonge légal, mais un mensonge tout de même. La fixation de la valeur de la monnaie et des prix échappe au législateur, et les lois économiques se moquent des Parlements.

Tout le mal est venu de la négation de ce simple fait que le franc papier vaut moins que le franc-or et que cette valeur a été pendant quatre ans en diminuant, parfois remontant un peu, toujours instable, toujours plus incertaine.

Les conséquences de cette erreur grave sur laquelle il est inutile d'insister davantage ressortent de la simple énonciation des fonctions normales de la monnaie, d'une bonne monnaie : c'est à la fois l'instrument des échanges et la commune mesure des valeurs, elle sert en outre à conserver la valeur, notamment celle des créances, celle de l'épargne ; elle les fixe dans le temps.

Or, comment une monnaie dont la valeur change tous les jours et subit des fluctuations incessantes pourrait-elle jouer son rôle ? En tant qu'elle sert aux échanges, s'il n'y a que des changements assez lents des cours, il n'y aura que demi mal, car il y aurait lentement adaptation des prix. Mais là où elle sert de mesure des valeurs, autant prendre, a-t-on dit à juste titre, pour mesurer des longueurs, un mètre en caoutchouc. Quant à son rôle de conservateur, une monnaie instable est encore moins ca-

pable de le jouer, et tous ceux qui ont des créances ou des dettes à terme sont dans l'incertitude et ne savent plus quelle somme ils devront toucher ou payer, ou plutôt quelle valeur véritable cette somme convenue représentera.

La dépréciation monétaire a ainsi entraîné de nombreuses injustices et un grand déplacement de fortunes. A ce point de vue, on pourrait diviser schématiquement la population en deux classes.

La première comprend tous ceux qui ont des revenus variables se modifiant avec les prix et s'adaptant au coût de l'existence ou aux fluctuations des changes. Ils n'ont eu à souffrir de la situation qu'indirectement, par suite par exemple de l'augmentation des impôts : tels les exportateurs, les commerçants, les industriels et même les salariés, puisque, depuis 1919, le système de l'échelle mobile des salaires est appliqué. Il est juste, cependant, de remarquer que si, dans ce dernier cas, des conventions collectives qui prévoient des ajustements de salaires en conformité avec l'index des prix de détail ont été passées, ces ajustements se font d'abord avec un certain retard, au moins un mois. Puis les chefs d'entreprises invoquent parfois le mauvais état du marché pour ne pas appliquer ces conventions.

La seconde comprend ceux qui ont des revenus fixes, rentiers, pensionnés, etc... et qui ont vu leur pouvoir d'achat diminuer dans une proportion inverse à la hausse.

Evidemment, pour ceux-ci, il y a hausse véritable des prix. C'est la misère pour eux, de même que pour les établissements scientifiques ou charitables dont les capitaux

et les revenus sont, le plus souvent, placés en fonds d'Etat.

Tout ceux qui avaient des créances à long terme de nature quelconque ont vu se réduire progressivement revenus et capital. De même, pour les fonctionnaires et salariés de l'Etat, les péréquations ont été lentes à venir et lorsqu'elles arrivaient elles étaient déjà dépassées par des hausses nouvelles de l'index-number. Par contre, d'une façon générale, les débiteurs de francs ont vu, inversement s'alléger leurs obligations. Ils ont pu rembourser en papier ce qu'ils avaient reçu en or.

Ce sont eux qui ont profité, fort injustement d'ailleurs, de la dépréciation, et particulièrement le plus important d'entre eux : l'Etat.

Aussi, a cours de cette période d'incertitude, le Belge préférait dépenser et profiter immédiatement de son argent, plutôt que de prêter une valeur destinée à ne lui être restituée que partiellement. Ainsi s'est vérifié une fois encore ce fait souvent constaté que la dépréciation prolongée tue l'esprit d'épargne.

Et la preuve en est que si l'on compte l'épargne réalisée d'après le nombre des journées de travail mises de côté, on devra constater que ce nombre a beaucoup diminué.

La hausse des prix a nécessité dans toutes les entreprises de nouveaux capitaux, des fonds de roulement plus considérables. On n'a pas réussi à en trouver en nombre suffisant et cette situation a entraîné une hausse du taux de l'intérêt jusqu'à 8 et 10 %. Les sociétés n'ont pu émettre d'obligations sur un marché qui boudait les valeurs à revenus fixes. Elles ont dû émettre des actions et les

augmentations de capital des principales banques du pays ont été de 20 % en 1923 et 1924.

A côté de cela, sévissait un véritable marasme du marché financier, à Bruxelles comme à Anvers. Au premier mai 1925, alors que l'indice du change dépassait 400, l'indice général de la Bourse de Bruxelles n'était que de 206. L'indice des obligations était de 95, celui des fonds d'Etat de 69,79.

La crise des changes a entraîné une modalité du mal monétaire autre que la dépréciation, et qui a des répercussions plus graves encore et plus étendues : c'est l'instabilité.

En effet, elle touche tout le monde. L'instabilité, c'est l'insécurité dans les contrats, la variation perpétuelle des prix. L'importateur, le négociant, le simple commerçant même, doivent exagérer leur bénéfice à titre de prime d'assurance contre un changement éventuel des cours. C'est le prix de revient, c'est la valeur de remplacement qu'on ne peut prévoir. Personne ne sait quand il doit procéder à des achats, ou les régler, mais il faut bien prendre position un jour ou l'autre et courir le risque de hausse ou de baisse du prix soit des marchandises, soit des changes. Tout commerçant ou négociant, tout industriel, tout entrepreneur, à moins de cesser ses affaires, devient spéculateur malgré lui.

N'étant sûr ni du prix de revient, ni du prix de vente, c'est l'impossibilité pour le monde des affaires de dresser un bilan certain. Cela est tout aussi vrai pour le plus considérable de tous les bilans, celui de l'Etat.

Pour ce dernier, les recettes, malgré les augmentations successives d'impôts, venant longtemps après les évalua-

tions, ne représentent plus lors de leur perception, le pouvoir d'achat escompté. Quant aux dépenses, instabilité et dépréciation les font varier et augmenter sans cesse de telle façon que l'Etat doit avoir recours aux emprunts de toutes sortes, onéreux souvent, toujours dans de mauvaises conditions.

Cette situation pouvait à tout instant, on l'a bien vu plus tard, amener une crise de la confiance, des évasions successives ou des non rapatriements de capitaux, une spéculation sur le change toujours plus audacieuse, nationale et internationale.

Tous ces phénomènes, lorsqu'ils se produisent entraînent fatalement une nouvelle glissade du change, il y a là un cercle vicieux, c'est le « cycle infernal » déjà parcouru par l'Autriche, l'Allemagne, la Pologne.

CHAPITRE V

LES SOLUTIONS POSSIBLES

Ainsi une politique financière imprévoyante ou ayant insuffisamment tenu compte des obligations qui avaient été imposées par la guerre et ses suites, était la cause du mal économique dont souffrait la Belgique : le mal monétaire continu et sans cesse aggravé.

Le remède à cet état de choses était d'éviter à l'avenir toute fluctuation de la valeur de la monnaie, d'essayer d'obtenir des prix stables à l'intérieur, un change fixe dans les rapports avec l'étranger.

Pour arriver à ce but, il ne pouvait être question que d'un retour à l'or.

L'or sans doute est un étalon imparfait. Il est sujet à des variations de valeur qui peuvent être assez accentuées pour déterminer une hausse ou une baisse générale des prix.

Mais il faut pour cela un temps assez long et l'adaptation se fait assez facilement. Sans doute d'éminents économistes ont condamné l'or. Mais pouvait-il être question, dans un Etat mis déjà bien mal en point et par la guerre et par l'après-guerre, d'appliquer chez lui les idées évidemment très scientifiques d'Irving Fisher ou de

J.-M. Keynes, mais qui semblent quelque peu théoriques et d'une application délicate.

La Belgique n'avait vraiment pas les moyens de se payer le luxe de l'échec éventuel d'une expérience monétaire aux résultats si peu certains, et il était incontestablement plus sage de revenir à une solution qui était mieux dans la tradition et qui avait fait ses preuves.

Les variations de l'or sont assez lentes pour être acceptables. En fait, on n'a jamais rien trouvé de mieux comme étalon monétaire.

Qu'allait faire le Gouvernement pour ramener la convertibilité des billets, pour revenir à une situation comparable à celle d'avant 1914 ?

Devait-il, par de nouvelles demandes d'avances à la Banque, aller au devant de l'effondrement de la monnaie nationale, la provoquer, et au bout d'un certain délai établir une monnaie nouvelle ?

Devait-il au contraire rembourser les avances de la banque et donner au pays la tâche pour le moins très longue et très rude, de rendre toute sa valeur d'autrefois au franc ?

Ou bien, la solution la plus simple n'était-elle pas de consacrer la situation acquise en consolidant l'adaptation de toutes les forces économiques du pays à la situation nouvelle ?

Pour mieux juger l'aspect du débat et la solution adoptée, il faut tenir compte de l'état d'esprit qui régnait en 1925 et de l'état des connaissances qu'on avait en cette matière.

Sans doute, aucun des phénomènes financiers d'après-guerre n'était absolument nouveau et, au cours du XII^e

siècle, les exemples de monnaies dépréciées, de changes erratiques, de situations financières plus ou moins désespérées sont foison.

Mais ces questions étaient mal connues; elles semblaient théoriques et lointaines. Il paraissait bien impossible qu'elles se réalisent jamais dans les Etats européens aux finances sagement ordonnées.

Quant aux expériences d'après-guerre, on y avait sans doute prêté attention, mais on commençait seulement à connaître la technique employée et leurs résultats étaient encore trop récents pour qu'on puisse émettre sur leur durée et leur avenir un jugement très sûr.

En Belgique, tout le monde sentait plus ou moins confusément la nécessité d'une politique monétaire rationnelle mais on hésitait quant au parti à prendre, du moins entre deux des formules possibles, entre la revalorisation et la stabilisation.

En effet, personne depuis l'exemple du mark en Allemagne, n'osait plus prendre la défense de l'inflation voulue et systématique. On avait trop bien vu et de trop près les résultats catastrophiques produits de l'autre côté de la frontière pour imiter cet exemple.

On n'avait vu se réaliser aucun des avantages mis en avant et tous les inconvénients de cette théorie étaient apparus très nettement. A l'origine, la Belgique industrielle et exportatrice avait été assez sensible à ce raisonnement qui présentait l'inflation comme source de richesse, puisqu'elle favorise l'exportation, les marchandises payées en monnaies dépréciée étant moins chères pour l'étranger.

En effet, les prix montent avec un certain retard sur le cours des changes et il en résulte ainsi une prime indirecte à l'exportation. L'expérience des faits a démontré que cette prime, c'est l'acheteur étranger qui en profite. Quant à l'exportateur, il ne s'aperçoit guère que, s'il a reçu une somme en monnaie de papier supérieure à son prix de revient, cette somme est inférieure à la valeur de remplacement de sa marchandise.

Il arrive à vendre au-dessous de son prix de revient et se figure qu'il s'enrichit, grâce à l'illusion d'abondance qu'entraîne l'usage du papier monnaie déprécié. Mais bientôt il manque de fonds de roulement et, s'il établit son bilan sur une base or, s'étonne de se trouver appauvri.

De plus, la surexcitation de la production causée par l'inflation a également une autre cause : les gens ne voulant pas garder une monnaie qui se déprécie, préfèrent échanger le plus vite possible leurs billets contre n'importe quelle marchandise. Il y a fuite devant le billet. La consommation est considérablement accrue. Les stocks sont dépensés sur place ou exportés. C'est ainsi qu'un pays se vide de sa substance, autant par l'accroissement des exportations que par celui de la consommation.

Enfin, il est inutile d'exposer les autres inconvénients d'une faillite monétaire totale, tant en ce qui intéresse les finances publiques qu'en ce qui concerne les particuliers et le trouble apporté ainsi dans la vie économique, politique et sociale.

L'exemple de l'Allemagne était trop récent pour être oublié en Belgique. Aussi tout le monde se trouvait d'accord pour éviter de le suivre. On se trouvait donc nécessairement amené à choisir entre les deux autres solutions

possibles : retour au pair et la consécration légale du statu-quo.

Le retour au pair

Le retour au pair a un but exactement inverse de celui de la dévalorisation. Il tend au rétablissement de la convertibilité du billet de banque, mais seulement après que ce billet a recouvré la valeur qu'il avait au moment où le cours forcé a été édicté.

Le remboursement des billets en espèces est repris sur la base de l'ancien étalon. C'est donc la restauration complète de la monnaie. Cette méthode est celle qui a été choisie et employée avec succès par l'Angleterre.

Cette revalorisation n'est pas une chose simple à obtenir. Elle nécessite la disparition de l'inflation, principale cause de l'avalissement de la monnaie. La déflation consisterait dans le remboursement de la dette de l'Etat envers la Banque et dans le retrait de la circulation des billets émis en contrepartie de cette dette.

Mais pour opérer ce remboursement et cette contraction de la circulation, il faut suivre une politique très ferme et très persévérante. Elle implique, en effet, un effort financier sans doute très long tendant à reprendre peu à peu au public, à la fois au moyen d'excédents budgétaires et d'emprunts, les billets qui doivent être rendus à la banque et détruits.

Il serait nécessaire de réduire rigoureusement, dans la mesure du possible, les dépenses de l'Etat, et de ne pas surcharger d'impôts la production, de façon à ne pas con-

séquence presque immédiate de l'augmentation nouvelle du pouvoir d'achat de la monnaie.

Enfin, il faudrait poursuivre la réduction progressive des charges de la dette publique, soit par voie d'amortissement, soit lorsque les conditions financières pourront en être réalisées, par voie de conversion.

Telle est la thèse des revalorisateurs.

Les arguments qu'ils présentent pour la soutenir sont surtout d'ordre moral et juridique. Mais, il faut bien tenir compte des conséquences qu'elle entraîne et avant de se décider, les envisager au triple point de vue juridique, économique, financier.

Au point de vue juridique, et quelques réserves qu'on y apporte quant aux modalités d'application, la théorie du retour au pair semble bien la seule admissible.

L'Etat a émis ou a fait émettre des billets, des emprunts sur une certaine base or. C'est son devoir strict de respecter cette base. Au moment de l'émission du billet ou de l'emprunt, le titre ou le billet a été accepté pour un pouvoir d'achat déterminé et corrélatif au pouvoir d'achat de l'or. Il y a un véritable contrat et ce serait frustrer singulièrement les gens qui ont eu confiance en lui que de ne leur rembourser qu'une partie de ce qu'ils lui ont apporté. Sinon l'Etat ne remplirait plus ses engagements et porterait atteinte à son crédit.

Et ce serait d'autant plus grave que cette véritable spoliation aurait des effets très généraux et très répandus. Ce serait consacrer la ruine de toutes les victimes de la dépréciation et réaliser dans tout le pays une véritable expropriation générale des créanciers au profit de leurs débiteurs. Il y aurait là une injustice qui serait d'autant

plus pénible qu'elle frapperait surtout la classe moyenne, une multitude de petites gens, rentiers ou retraités dont les modestes capitaux ou revenus représentent des sommes considérables de travail et de persévérance dans l'économie.

Mais le retour de la monnaie au pair de l'or ne soulève pas que des problèmes d'ordre juridique et moral. Il comporterait également, en fait, des conséquences graves dont il faut bien tenir compte au point de vue économique et plus encore au point de vue financier.

Il est bien certain en effet et personne ne songe à le nier qu'une déflation systématique entraîne une contraction monétaire continue et par conséquent de sérieuses difficultés pour l'activité économique du pays, tant dans les relations du commerce intérieur que du commerce international, si important pour la Belgique.

Car, si les efforts d'une politique de déflation et d'assainissement entraînent une baisse des devises étrangères, les prix et les salaires à l'intérieur tendront aussi vers la baisse, mais avec un retard plus grand que n'avait été celui qu'ils avaient sur la hausse des changes.

En effet, les commerçants, s'ils suivent la hausse des changes le plus étroitement possible, répugnent à la baisse. Et puisqu'ils parlent de valeur de remplacement lors de la hausse, argument somme toute légitime, on pourrait être tenté en cas de baisse de leur opposer cette même idée. Il semble bien qu'un négociant pourrait vendre 90 francs ce qui lui a coûté 100 francs et qu'il y gagnerait quand même si la baisse du change lui permet de le remplacer par 80 francs, si ces 90 francs ont par suite de la baisse de

l'index-number, un pouvoir d'achat plus grand que les 100 francs d'auparavant.

Il est incontestable que si on pouvait appliquer en pratique ce raisonnement irréfutable en théorie, la déflation serait relativement aisée à réaliser, pour peu qu'on enseigne aux gens à établir leurs comptes, non pas d'après la quantité de monnaie qu'ils détiennent, mais d'après le pouvoir d'achat que représente cette quantité de monnaie. Ce serait en somme un système tout à fait analogue à la comptabilité en francs-or si souvent préconisée.

Mais en fait, ce raisonnement ne serait applicable qu'aux gens travaillant uniquement avec leur capital personnel et ils sont l'exception. En effet, la plupart des négociants ou commerçants doivent emprunter ou se faire ouvrir des crédits pour faire leurs opérations et ils doivent rembourser à l'échéance ces emprunts ou crédits obtenus.

Or, la loi les oblige à rembourser une quantité de monnaie nominale égale à celle qui leur a été prêtée, même si elle représente un pouvoir d'achat plus grand. Ainsi, le commerçant de tout à l'heure aura dû emprunter 100 francs pour réaliser son premier achat. Dans ces cas, vendre à 90 francs pour racheter à 80 serait une mauvaise opération pour lui, puisque tôt ou tard il devra rembourser 100.

C'est ainsi qu'une baisse de prix due à la baisse des changes et à la déflation entraîne les plus sérieuses difficultés : les prix de toute espèce résistent à la baisse, prix des marchandises, traitements, et surtout salaires.

De leur côté tous les acheteurs, industriels ou commerçants en gros, tout aussi bien que les détaillants et

les consommateurs, espérant de nouveaux fléchissements des prix, ajourneraient le plus possible leur demande.

Ce serait pendant cette période de déflation voir se continuer les mêmes errements d'incertitude qui régnaient durant la période d'inflation avec les mêmes à-coups aggravés encore, pour un pays comme la Belgique qui vit d'exportations, d'un autre risque de crise industrielle causée par l'abstention des acheteurs étrangers. Ceux-ci en effet, escomptant la baisse continue, réduiraient également leurs achats au strict minimum, s'approvisionneraient au jour le jour. Il en résulterait inévitablement un ralentissement de l'activité générale du pays, du chômage possible, des faillites.

Si cette situation n'était que transitoire, elle ne serait pas sans remède, mais il apparaît comme infiniment probable que ce malaise général, plus ou moins accentué peut-être, subsistera pendant toute la période de retour à l'or et les partisans de cette opération parlent de plusieurs dizaines d'années.

Une telle situation serait tout à fait dangereuse pour l'équilibre de la balance des comptes belges, condition essentielle du relèvement, et pour peu qu'elle se prolonge, elle risquerait fort de compromettre le redressement monétaire lui-même. Cette œuvre de redressement resterait donc délicate pendant de longues années, c'est-à-dire tant que la convertibilité du billet n'aurait pas été rétablie, et ce serait le Gouvernement qui régulariserait à sa guise les cours des changes au moyen d'une masse de manœuvre.

Cette œuvre exigerait beaucoup de persévérance dans l'effort financier et fiscal et une rare continuité politique.

L'expérience de ces dernières années montre l'importance que peuvent revêtir dans une période de nervosité du marché, les facteurs psychologiques du change et il suffirait d'une crise non pas économique ou financière mais simplement d'une tension politique ou diplomatique pour réduire à néant l'effort de tant d'années et de tant de bonnes volontés et pour remettre tout en question.

Ces considérations peuvent sembler pessimistes sans doute. Mais elles présentent cependant un caractère très accentué de probabilité, de certitude même pour ce qui concerne la diminution du commerce extérieur. A supposer que les gens apprennent à faire leurs comptes d'après le pouvoir d'achat de la monnaie, le malaise économique serait certain. Et, de toutes façons, il serait singulièrement aggravé par le malaise financier qui suivrait inévitablement un retour au pair même lent, même par paliers.

Ces difficultés financières seraient de deux sortes. Les unes semblent figurer parmi les conditions mêmes d'une revalorisation, les autres en semblent les conséquences.

Parmi ces conditions, il s'en trouve une essentielle pour réaliser une déflation utile : c'est un budget en excédent pour permettre à l'Etat de rembourser à l'Institut d'Emission les avances qu'il lui a consenties.

Or, tandis que les budgets d'avant-guerre n'atteignaient que 750 millions en moyenne, celui de 1924 présentait un total de dépenses de plus de 10 milliards, celui de 1925 dépassait 13 milliards et demi.

Sans doute en 1925 une notable partie de ces 13 milliards a été fournie par des prêteurs, nationaux et étrangers, mais tôt ou tard le contribuable devra sup-

porter en entier ces charges, mises à part bien entendu les recettes des Chemins de Fer et des P. T. T. L'Etat ne peut continuer toujours à s'endetter et à payer ses dépenses par de nouveaux emprunts.

Le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Franck, dans le livre qu'il a fait paraître récemment, montre à quel point la charge du contribuable belge a augmenté. Il considère les évaluations de recettes à faire par les Administrations fiscales du Royaume : contributions directes, douanes et accises, enregistrement et domaines, et il indique que ces évaluations sont passées de 351 millions en 1913 à 3.540 millions en 1925, ce qui correspond, dit-il, à une charge annuelle de 61 fr. 50 par habitant en 1913, de 408 fr. en 1925, soit une augmentation de 981 % (1). Mais si l'on prend les chiffres des recettes réelles faites par les Administrations susdites, on trouve des sommes plus considérables encore, ainsi qu'il apparaît dans le tableau ci-dessous :

(En milliers de francs)

Années	Contrib. directes	Douanes	Enregist. et dom.	Total
1919	134.000	206.000	192.000	532.000
1920	286.000	378.000	305.000	969.000
1921	407.000	487.000	351.000	1.245.000
1922	600.000	741.000	677.000	2.018.000
1923	1.476.000	732.000	916.000	3.124.000
1924	1.411.000	858.000	1.124.000	3.393.000
1925	1.732.000	983.000	1.185.000	3.900.000

Le total indique l'ensemble des recettes réelles faites

(1) L. Franck, « la Stabilisation Monétaire en Belgique », p. 18-19

par l'Administration des Finances au 31 décembre de l'année qui suit l'exercice indiqué.

A noter à titre d'exemple qu'en 1925 les évaluations des Recettes n'étaient que de 3.540.452.000 fr.

Compte tenu de la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, ces chiffres indiquent l'effort qu'il a fallu accomplir. La charge des impôts de 1925 est déjà bien lourde, elle doit aller encore en s'accroissant pour maintenir le budget en équilibre. Il peut sembler difficile de réclamer des excédents budgétaires.

Une revalorisation même partielle entraînerait une baisse des prix. Les dépenses de l'Etat diminueraient donc également. N'est-ce pas là un argument favorable au retour au pair ?

Il ne faut pas le penser. D'abord parce que si les dépenses diminuent, les recettes diminueront aussi nécessairement. Ensuite, parce que si certaines dépenses peuvent diminuer, il y a une fraction très considérable du budget qui resterait absolument incompressible.

Il est à remarquer d'abord que les recettes de l'Etat diminueront certainement en cas de baisse des prix et de malaise économique et non pas seulement celles qui proviennent d'impôts ad valorem (douanes, taxe de transmission, impôts concernant les baux, les successions, etc.) mais encore celles que fournissent les droits sur des quantités de marchandises achetées ou transportées, tels les droits d'accises par exemple.

Dans un article très documenté paru dans la revue Economique Internationale (1), M. Max Léo-Gérard fai-

(1) Revue Economique et Internationale, mars 1925.

sait remarquer que la totalité des recettes ordinaires prévues alors, en mars 1925, était de 4.268 millions. Il estimait que les 3/4 des recettes budgétaires étaient soumises à toutes les fluctuations de la valeur de la monnaie, le dernier quart n'y étant soustrait qu'en partie. Et ce raisonnement l'amenait à conclure qu'en cas de retour au pair les recettes tomberaient à 1.300 millions.

Quant aux dépenses de l'Etat, sans doute les budgets d'Administration diminueraient. Il est bien probable d'ailleurs que ce serait avec un certain retard et que cette partie du budget ne pourrait être allégée que lentement.

Dans les chiffres des prévisions budgétaires qu'indique M. Max Léo-Gérard et qu'a reprises un peu plus tard M. Laurans (1), ces dépenses qu'on pourrait réduire à la longue ne concernent qu'un peu plus de la moitié du montant des dépenses ordinaires, 2.243 millions sur 4.247 millions. Il reste une différence de plus de 2 milliards. Elle est consacrée au Service de la Dette : 1.604 millions pour la Dette Intérieure et les Pensions, 400 millions pour les arrérages de la Dette Extérieure.

Quels seraient sur ces chiffres les effets d'une revalorisation ?

En ce qui concerne la Dette Extérieure, estimée alors à 400 millions de francs, elle se trouverait sans doute réduite en apparence à 100 millions mais en réalité son poids serait exactement le même qu'auparavant, chacun des francs revalorisés ayant un pouvoir d'achat quatre fois plus considérable.

(1) Laurans : *Le Relèvement financier de la Belgique et ses conséquences monétaires*, Paris, 1926.

Quant à la Dette Intérieure, les arrérages annuels resteraient les mêmes, seulement le paiement, au lieu d'être effectué en francs papier, le serait en francs-or si bien que, (le dollar cotant en 1925 environ 20 francs), cela aboutirait à multiplier en fait le poids de cette dette par 4.

Il en serait de même du remboursement du capital de toute la dette intérieure. Celui-ci s'élevait au 30 septembre 1925 à 31.855 millions, non compris le chiffre des avances de la Banque Nationale à l'Etat.

Les prêteurs n'ont en moyenne pas versé la moitié de ce capital en valeur or. La dette d'avant-guerre ne représente en effet que 3.650 millions. Tout le reste a été emprunté depuis 1918. Faut-il que l'Etat rembourse à la Banque Nationale des billets valant deux fois plus que ceux qui lui ont été avancés ? Faut-il payer au 9/10 des prêteurs 200 % de ce qu'ils ont fourni, parce que leur prêt impliquait confiance dans le redressement monétaire ? Faut-il distinguer entre les porteurs de titres d'avant-guerre et ceux de chacune des années suivantes qui ont marqué les étapes de la dépréciation. Et en cas de vente des titres, sur quelle base rembourser l'acheteur ?

Vis-à-vis du porteur étranger, quelle attitude prendre ? Quelles répercussions une telle politique aurait-elle entre tous les prêteurs et tous les créanciers du pays ? Et puis surtout, où trouver les sommes nécessaires ?

Il semble bien qu'il y ait là une impossibilité matérielle absolue.

Rien que pour le budget, en reprenant les chiffres ci-dessus, on trouve, en cas de revalorisation totale :

Recettes : environ 1.300 millions.

Dépenses : Dette Extérieure, 100 millions; Dette Intérieure, 1.604 millions.

Il ressort déjà un déficit de 300 millions, sans tenir compte, dans les dépenses, de celles des diverses administrations et services publics qui figuraient pour 2.200 millions dans les prévisions pour l'exercice 1925.

Il semble donc bien que dans ces conditions ce soit une pure utopie de parler d'équilibre budgétaire, et à plus forte raison encore, d'excédents.

La faculté contributive du pays a une limite. Il faudrait, pour arriver au résultat, obtenir une diminution des charges de la Dette Intérieure. Pour ce faire, il n'y a que trois solutions : l'amortissement, la conversion, l'amputation du coupon.

L'amortissement demande de longues années et de nouveaux excédents budgétaires.

L'inconvertibilité pendant une période assez longue figure parmi les conditions d'émission de la plupart des emprunts d'après-guerre. De plus, pour que la conversion normale puisse être envisagée, il faut que les titres soient cotés au-dessus du pair. Or, leur dépréciation était en 1925 de près de 50 %. On ne peut songer à la conversion que lorsque la situation est assainie et que les capitaux sont abondants. On ne pouvait guère espérer de telles circonstances avant longtemps.

Autrement, il faudrait procéder à une conversion forcée où à une imposition des titres d'Etat. De quelque nom qu'on les nomme, ces procédés financiers constitueraient un manquement de l'Etat à ses engagements.

Pour que le résultat soit sensible dans le budget, il serait nécessaire que cette faillite de l'Etat porte sur une fraction considérable de la dette ou de ses arrérages, ce serait en somme retirer aux rentiers les avantages qu'on prétend leur donner en revalorisant. Et comme cette faillite atteindrait uniquement les porteurs de titres d'Etat, ne serait-elle pas particulièrement injuste ?

Même si on pouvait considérer comme n'ayant aucune valeur les objections d'ordre général qu'on peut opposer à une revalorisation, objections économiques ou politiques : excédents budgétaires, balance des comptes favorable, longue stabilité, dans la politique intérieure et dans la politique extérieure, il semble bien que le simple examen de la situation financière devrait en empêcher l'entreprise. Si une revalorisation est possible lorsque la dépréciation est de peu d'importance, ici on ne pouvait y songer : le franc était tombé trop bas et la tâche aurait été trop rude. Il n'y a d'ailleurs pas d'exemple historique de revalorisation dans d'aussi mauvaises conditions et on a dû mettre en pratique l'idée exprimée dès l'année 1920 à la Conférence de Gênes par M. Keynes, et qu'il formulait ainsi :

« Les pays dans lesquels la monnaie légale a une valeur or dépréciée de plus de 20 % sont invités à ne pas tenter un retour de leur circulation à la valeur or d'avant-guerre ».

Dès lors il ne restait plus à envisager que l'autre solution théorique au problème du retour à l'or : la stabilisation.

La stabilisation

La stabilisation se présente tout d'abord comme une limitation apportée par les pouvoirs publics aux fluctuations des cours des changes, et la fixation de ces cours sensiblement au niveau enregistré au moment de l'opération.

C'est en fait une consécration officielle de la dépréciation monétaire. On s'aperçoit que le franc ne vaut que le quart de ce qu'il représentait en 1914. La Banque d'Emission va reprendre la convertibilité sur cette base. C'est la fin du mensonge du franc.

Il ne faut pas d'ailleurs que le mot de stabilisation prête à équivoque. C'est un terme qui est, depuis peu, employé dans ce sens et qui semble l'avoir été à dessein.

Il évoque en effet très bien aux yeux de la masse, les avantages de l'opération : l'amplitude des écarts des cours du change diminue et devient à peu près nulle. Les prix intérieurs restent pratiquement fixes.

Après une période de stabilité de fait, la décision qui rend légale le taux du moment, paraît d'abord éviter à tout jamais une nouvelle dépréciation et ensuite permet de laisser quelque temps l'opinion publique croire qu'une revalorisation ultérieure n'est pas rendue impossible.

En fait, cependant, la loi qui « stabilise » indique le taux de conversion des billets contre de l'or et ce taux est moindre que sous l'empire de la loi monétaire précédente.

Si le mot de stabilisation est nouveau, la chose est fort ancienne : on l'appelait autrefois la dévaluation.

Mais ce terme emporte une signification péjorative; on sait trop qu'il est synonyme de faillite monétaire.

Pourtant la stabilisation comporte nécessairement la dévaluation du moment qu'elle n'est plus une simple stabilité de fait. Juridiquement elle est la proclamation et la consécration de la faillite de la Banque Nationale, par suite de la carence de l'Etat, incapable de rembourser sa dette.

On peut même comparer la loi de stabilisation à un concordat : moyennant la distribution d'un certain dividende, l'Institut d'Emission pourra continuer ses opérations, la convertibilité se trouvant rétablie sur de nouvelles bases.

Il faut bien noter que la stabilisation ainsi comprise ne crée aucune situation nouvelle. Elle consacre uniquement une situation déjà existante et qui menace le plus souvent de s'aggraver. Elle revient simplement à la vérité monétaire.

Quant aux répercussions qu'une telle décision peut avoir sur la vie économique du pays, elles sont réduites au minimum. A mesure que la dépréciation monétaire s'est accentuée, le pays s'y est progressivement adapté. « La montée incessante des prix depuis 1920 a pénétré partout : ajustements, relèvements, péréquations ont véritablement incorporé la dépréciation à la vie économique ».

La faillite partielle de l'Etat est liquidée depuis longtemps pour nombre de gens, pour tous ceux dont les contrats sont venus à échéance, tous ceux qui ont vendu aux cours nouveaux leurs titres, leurs valeurs, etc., et qui n'ont touché qu'un dividende sous forme de monnaie

dépréciée. Tous ces biens sont passés à des gens qui les ont payés au taux nouveau. Et plus le temps passe, plus se trouve ainsi réduite la part de justice que comportait un retour au pair, plus se trouve accrue sa part d'injustice (1).

En dehors de ces conséquences sociales aussi réduites que possible, la stabilisation doit entraîner dans la vie économique de la nation une certaine hausse des prix; dès que le change est stable en effet, les prix de gros tendent immédiatement à rejoindre les cours mondiaux. Et sans doute cette hausse doit freiner l'exportation, diminuer même la consommation intérieure et provoquer une crise dans le commerce et l'industrie.

Mais cette crise ne peut durer que le temps d'adaptation du pays aux circonstances nouvelles et n'aura jamais ni l'ampleur, ni la gravité, ni surtout la durée d'une crise de revalorisation qui se renouvellerait à chaque hausse du change.

Bref, supprimant la fallacieuse prime à l'exportation qu'entraîne un change déprécié, la stabilisation assainit le commerce extérieur. Et à l'intérieur du pays, elle permet la renaissance de l'épargne et du crédit, rouages essentiels de l'activité économique qui retrouvent leur raison d'être.

Au point de vue financier, il semble bien que la stabilisation soit pour l'Etat la seule façon de sortir de la situation fâcheuse où il se trouve. Et en tous cas, c'est la solution la plus expéditive.

(1) Cf. : Allix « La Politique Monétaire ». *Revue Politique et Parlementaire*, janvier 1925, p. 5.

Sans doute, la stabilisation est œuvre de longue haleine. Cependant, quelques mois permettent de la mettre en œuvre, quelques années de la consolider définitivement. On est loin du temps qu'exigerait une revalorisation qui ne produirait ses effets que bien après la mort du dernier de ceux qui devraient en profiter légitimement.

Enfin, il ne faut pas s'arrêter longtemps devant la dernière objection que l'on oppose à la stabilisation. Elle est, dit-on, la ruine définitive du crédit de l'Etat. L'exemple de l'Angleterre qui a préféré sacrifier la prospérité de son commerce et de son industrie au relèvement de son crédit est à suivre.

D'abord, si on la compare au franc belge, la Livre ne s'est que peu dépréciée.

Ensuite, ce n'est pas à une question d'amour-propre que la Grande Bretagne a sacrifié son intérêt. La Cité voulait reconquérir la suprématie qu'elle avait toujours exercée sur le marché financier mondial.

La Belgique n'a pas de telles ambitions. La ruine du crédit de l'Etat n'aurait certes pas les suites désastreuses qu'on lui prédit. La Trésorerie serait à l'étroit sans doute et le Gouvernement ne pourrait plus vivre d'emprunts. L'Etat serait obligé d'équilibrer son budget avec des recettes normales, de faire des économies rigoureuses, de renoncer à des interventions ou à des entreprises commerciales et industrielles qui lui coûtent plus qu'elles ne lui rapportent.

Quant aux grands travaux, aux entreprises présentant un intérêt public réel, il ne manque pas en Belgique de

groupements et d'hommes d'affaires capables de les financer.

D'ailleurs, il ne faut rien exagérer. Il n'y a pas de doute qu'à l'étranger le simple retour à la convertibilité du papier monnaie soit la plus abondante source de crédit. Et à l'intérieur, un budget solidement équilibré deux ou trois ans de suite, ramènerait la confiance plus vite encore qu'elle ne serait partie.

La technique de la stabilisation

La stabilisation monétaire, ainsi qu'il a été dit plus haut, n'est pas une chose nouvelle. Si en Europe on ne la connaissait guère, c'est que de mauvaises finances d'Etat y étaient relativement rares. Mais dans certains pays, assez lointains pour que l'on n'y prête que peu d'attention, pays neufs pour la plupart, le papier monnaie avait fait déjà de nombreuses victimes.

Il y peu d'Etats de l'Amérique du Sud qui aient échappé à la dévaluation et l'histoire financière d'autres pays tels que Java ou les Philippines est fort instructive à ce sujet.

Il est peut-être bon de remarquer, d'une façon générale, qu'il n'est guère de lois monétaires qui ne consacrent une dévaluation, avec ou sans démonétisation de l'ancienne monnaie, à commencer par la vieille loi française de Germinal an XI.

Beaucoup plus récemment on a pu étudier à la fin du XIX^e siècle la législation monétaire nouvelle des empires d'Autriche et de Russie.

Enfin, depuis la guerre, les exemples se sont multipliés et la plupart des pays, durement touchés par le mal monétaire, après une faillite plus ou moins accentuée, sont revenus à l'étalon-or.

Tous ces exemples, anciens ou nouveaux, ont permis de former une véritable technique de l'assainissement monétaire qui s'est trouvé très nettement dégagée dans les travaux des Comités de la Société des Nations lors de ses interventions d'ordre financier, dans certains pays de l'Europe Centrale.

Les grandes lignes de cette technique, sauf bien entendu les détails inhérents à chaque cas particulier, sont assez simples à définir. Il s'agit pour guérir le mal monétaire, de s'attaquer à ses causes mêmes telles qu'elles ont été exposées ci-dessus et de les empêcher de continuer à exercer leur action néfaste.

C'est avant tout la situation de l'Institut d'Emission qu'il faut assainir. Puisqu'on veut rétablir la convertibilité de ses billets, il faut d'une part qu'il possède une encaisse-or ou un stock de devises-or suffisants pour faire face à toutes les demandes de remboursement.

D'autre part, il faut aussi éviter que cette encaisse ne s'écoule peu à peu à l'étranger par suite d'une balance des comptes déficitaire. Il faut donc en même temps et trouver le métal ou les devises nécessaires, et combler le déficit arriéré de la balance des comptes, ce qui est possible au moyen d'un appel de capitaux à l'étranger, sous forme d'emprunt à long terme.

Si, pour que la stabilisation réussisse, il faut, en premier lieu constituer et protéger une encaisse d'or et de devises au pair de l'or, il faut également arrêter radi-

calement toute émission nouvelle de billets qui n'aurait pas pour objet des opérations commerciales. Or, pour éviter toute nouvelle avance que l'Etat pourrait imposer à la Banque, le mieux est de soustraire cet établissement le plus possible à son influence, en lui donnant une plus grande autonomie.

Cependant, de simples règlements ne seraient pas, le cas échéant, des barrières suffisantes. Il est nécessaire pour éviter toute tentation de la part des Gouvernements, d'assainir préalablement la propre situation de l'Etat, et de tenir sévèrement la main à conserver intact l'équilibre budgétaire.

L'assainissement doit s'obtenir :

1°. — En comblant entièrement le déficit au moyen d'impôts ou d'emprunts à long terme, de façon à pouvoir rembourser la dette contractée vis-à-vis de l'Institut d'Emission.

2° — En réduisant la dette flottante soit par une consolidation volontaire ou forcée, soit par un emprunt également à long terme.

La réalisation de ce programme financier se heurte à de nombreuses difficultés surtout dans un pays pourvu d'un régime parlementaire. Son simple énoncé suffit pour indiquer quelle continuité politique il exige, quelles qualités techniques sont indispensables chez les dirigeants, quelle patience et quelle persévérance dans l'effort sont nécessaires à la nation.

Il faut vivre en dehors de toute crise au Parlement, de toute agitation dans l'opinion. Avec la stabilité économique et monétaire, il faut également la stabilité politique et celle-ci n'est pas la plus facile à obtenir. Ceci ex-

plique l'étendue des pouvoirs qui ont été consentis aux commissaires de la Société des Nations, là où elle est intervenue (l'Autriche, la Hongrie, Dantzig) et la véritable dictature financière de droit ou de fait qui a été exercée par les ministères d'assainissement monétaire dans d'autres pays (Allemagne, Tchéco-Slovaquie, Pologne).

L'opinion publique belge et le problème monétaire

L'application de la technique exposée ci-dessus à la situation de la Banque Nationale de Belgique et aux finances de l'Etat Belge, aurait rendu possible un essai de stabilisation monétaire. Mais pour la mise en œuvre d'un tel projet, encore fallait-il que l'opinion publique, capricieuse souveraine des démocraties, fût amenée à admettre le principe même de la stabilisation. Il fallait de plus un technicien ayant la confiance de tous au Ministère des Finances, et qui ose prendre la responsabilité de la réforme.

Pendant les premières années qui ont suivi la signature des Traités de Paix, l'opinion publique en Belgique, comme d'ailleurs en France, s'est laissée bercer d'illusions : le relèvement économique serait rapide et l'Allemagne en ferait les frais.

Telles étaient les idées que les Gouvernements d'après-guerre avaient propagées dans leur clientèle électorale des classes moyennes, rentiers, fonctionnaires, pensionnés, retraités.

Bientôt, la chute plus accentuée de la devise nationale fit, après la sévère crise de 1921, reprendre très activement le cours des affaires, grâce à la fallacieuse prime d'exportation due au change.

Tout le monde des affaires qui pensait trouver grand bénéfice à ce surcroît soudain de besogne, ne semblait pas voir avec trop de défaveur l'hypothèse d'une baisse lente de la valeur de la monnaie. Mais l'exemple de l'Allemagne qu'on put étudier de très près en Belgique, en 1922 et 1923, effraya. Et comme d'autre part on avait sous les yeux les difficultés qu'éprouvait la Grande-Bretagne pour revenir à l'étalon-or, et la crise économique et sociale qui en résultait chez elle, l'opinion se trouva assez hésitante, même dans ce milieu facilement accessible pourtant aux idées neuves, parfois audacieuses.

Dès 1924 il y avait déjà des partisans du « belgor » qui aurait été le franc dévalué sur la base des cours de changes pratiqués alors et ayant par conséquent un pouvoir d'achat de fr. 0.25 or.

Cela aurait été une solution définitive. Mais la majorité préférait rester provisoirement dans le statu quo, avant de prendre une décision, certains espérant peut-être grâce à la période de calme dans la politique nationale et internationale qui semblait se dessiner à la suite du plan Dawes et des conversations de Genève, pouvoir assister un jour à une revalorisation partielle. Au surplus, aucun danger immédiat ne semblait devoir menacer l'avenir du franc et l'expérience de mars 1924 avait appris à quel point un Gouvernement peut agir sur les mouvements du change, lorsque ceux-ci ont une cause factice, d'origine spéculative ou psychologique.

Quant au programme des gouvernements, il semblait principalement négatif; aucune action d'ensemble n'était envisagée. On se contentait de solutions partielles, on votait des impôts nouveaux pour essayer d'équilibrer le

budget, on empruntait pour combler le déficit et la dette, notamment la dette flottante augmentait, le change ne s'améliorait pas mais il restait à peu près stable.

Tandis que le Ministre des Finances ne prenait pas très nettement position, la Banque Nationale, à plusieurs reprises, et notamment par l'intermédiaire de l'un de ses directeurs, M. Janssen, se déclarait officiellement fidèle à la doctrine de la saine monnaie et du retour graduel au pair, c'est-à-dire à la doctrine du mensonge du franc.

Cependant au cours de l'année 1925, l'idée de la résistance à la déflation et le principe de la stabilisation faisaient de grands progrès. Le monde des affaires voulait éviter une crise économique et même sociale de la nature et de la gravité de celle qu'il observait en Grande-Bretagne. Et c'est ainsi que l'on trouve dans le bulletin du Comité Central Industriel de Belgique, en date du 7 janvier 1925, des appréciations très nettes sur la politique à suivre, telles que celles-ci :

« Ni la hausse du franc, ni sa baisse, ne sont désirables. Seule la stabilisation est à souhaiter »... « Il faut rester au niveau qui s'est établi ».

Il est inutile d'insister sur les conséquences que cette attitude pouvait entraîner sur l'évolution de l'opinion générale. La prospérité industrielle, l'activité des affaires sont en effet de la plus haute importance en Belgique et sont étroitement liées à toute la vie économique du pays. La masse ouvrière même a très souvent le même intérêt que les entrepreneurs. Les chefs de la classe ouvrière voulaient conserver les hauts salaires obtenus au moyen du système de l'échelle mobile et, se berçant de l'illusion qu'un retour au prix-or ferait baisser le prix de la vie,

semblaient favorables à une réforme monétaire. Il n'est pas jusqu'aux classes moyennes qui ne trouvaient intérêt à cette opération.

En effet le petit portefeuille belge, s'il comprend des fonds d'Etat, contient également pour une part plus considérable encore, des actions de sociétés industrielles et commerciales soit de la métropole, soit de la colonie du Congo, soit encore des nombreuses sociétés belges qui sont établies à l'étranger. Le Belge a, en même temps que le goût des affaires, le goût du risque commercial, et on a pu calculer que l'épargne ne s'était portée que pour un quart vers les fonds d'Etat et les obligations tandis que les 3/4 étaient allés sous forme d'actions vers les sociétés d'affaires.

Les élections d'avril 1925, avancées de quelques semaines à la suite d'une longue crise ministérielle, portèrent la question de l'assainissement financier devant l'opinion électorale. Les partis politiques se tinrent sur une sage réserve. Cependant, un glissement très net à gauche se produisit et le parti socialiste se trouva avoir un nombre de sièges égal à celui du parti catholique. Il n'y avait pas de majorité et la formation d'un ministère de parti était impossible. Après de longs conciliabules et une tentative de constitution d'un Cabinet extra-parlementaire, on aboutit à un ministère de coalition, formé de démocrates catholiques et de socialistes.

On se mit d'accord pour appeler au Ministère des Finances un homme qui pût se consacrer au redressement financier en dehors de toute discussion politique et, en quelque sorte, au dessus des partis. M. Janssen fut appelé et accepta.

M. Janssen participait à la direction de la Banque Nationale de Belgique. C'était un technicien averti. Professeur d'Economie Politique à l'Université de Louvain, il représentait la Belgique au sein des Comités Financiers de la Société des Nations. A ce titre il avait pris part au sauvetage financier de l'Autriche et de la Ville libre de Dantzig.

On a vu déjà, que M. Janssen, comme représentant de la Banque Nationale, avait protesté contre une dévaluation éventuelle et réclamé une revalorisation progressive. Avait-il modifié sa doctrine en acceptant le pouvoir ou bien sont-ce les événements qui, comme il l'a déclaré plus tard (Séance du Sénat du 24 fév. 1926) l'ont vraiment forcé à modifier son point de vue ?

Toujours est-il que la situation se trouvait brusquement changée dans les premiers mois d'existence du nouveau ministère et cela, presque uniquement par suite de la politique financière française à ce moment.

Depuis la guerre, la France et la Belgique avaient vu leur monnaie parcourir des chemins presque parallèles; chaque crise du change français avait immédiatement ses répercussions dans le Royaume et ce n'est pas sans raison qu'on a parlé d'une véritable solidarité qui liait le franc belge et le franc français.

A quoi attribuer cette solidarité qui a persisté malgré parfois des différences assez accentuées dans l'état des finances des deux pays ? Sans doute, à deux idées principales :

D'abord, le marché du franc belge se tient surtout à Paris et l'étranger qui désire du papier sur Bruxelles doit, le plus généralement, passer par l'intermédiaire de

la monnaie française; d'où une première influence qu'on ne peut écarter.

Ensuite, si les conditions quantitatives du marché des changes sont très différentes, il faut bien reconnaître que les influences de caractère psychologique qui réagissent sur les cours des changes, sont souvent les mêmes à Bruxelles et à Paris. La France et la Belgique sont trop près l'une de l'autre pour ne pas avoir des relations très étroites dans tous les domaines et beaucoup de leurs intérêts sont communs. Les deux opinions publiques se pénètrent et donnent souvent une note identique. Enfin, aux yeux de l'étranger, ces deux pays, très voisins géographiquement et intellectuellement, suivent une même politique et sont exposés aux mêmes vicissitudes internationales.

Or, à partir des mois de juillet et d'août 1925, on avait tout lieu de craindre en Belgique les effets de cette solidarité. La situation politique en France n'était pas de nature à rassurer les capitalistes et à provoquer une balance des paiements très favorable. De plus, l'Etat exigeait de la Banque de France des avances toujours croissantes. Il était aisé de prévoir une baisse du franc français et les Belges qui n'avaient aucune part de responsabilité dans cette situation désiraient avant tout n'en pas supporter les effets. Aussi fallait-il prendre des mesures urgentes et radicales pour rompre la solidarité des deux monnaies.

De plus, était-ce la crainte de cette solidarité, était-ce les effets des élections récentes qui avaient orienté la politique du pays vers la gauche, un certain mouvement d'inquiétude se manifesta bientôt parmi les détenteurs

de capitaux et la Trésorerie se trouva quelque peu à l'étroit dès la fin du mois de juin (1).

Les vacances parlementaires apportèrent leur calme habituel et, pendant ce temps le Ministre des Finances put étudier en toute tranquillité un ensemble de mesures, un véritable plan destiné à assurer la dévaluation du franc et par conséquent la stabilité des changes dans les meilleures conditions possibles.

La préparation de ce plan fut faite avec une discrétion remarquable. Le public ne le connut dans ses grandes lignes qu'à partir du mois d'octobre. Le texte des projets de loi fut déposé au Parlement en novembre seulement.

Entre temps, dès le mois de septembre, la Banque Nationale intervenait sur le marché des changes et, par ses achats et ses ventes de devises appréciées, maintenait stables les cours acquis, 107 fr. environ pour la livre sterling, 22 fr. pour le dollar.

L'action pour la stabilisation se présentait donc au début comme purement négative. Il fallait avant tout empêcher le franc belge de suivre le franc français et de glisser vers des cours imprévisibles.

(1) Conférence du Professeur Baudhuin le 19-1-27 à Anvers.

DEUXIÈME PARTIE

Le premier plan de stabilisation

Le plan d'ensemble que présenta M. Janssen, Ministre des Finances, comportait deux catégories de mesures :

1° L'assainissement des finances de l'Etat et l'équilibre du budget.

2° L'assainissement de la situation de la Banque Nationale et la réforme monétaire proprement dite.

Ces deux sortes de mesures sont étroitement liées ensemble et on a déjà vu pourquoi la première est indispensable à l'accomplissement de la seconde. Le Ministre a présenté d'ailleurs, dans son exposé des motifs, l'équilibre du budget comme une condition préalable de la réforme monétaire. En fait, il a attaqué tout le problème de front et mené simultanément les deux opérations.

Cependant, qu'il s'agisse d'assainir la situation aussi bien de la Banque Nationale que de l'Etat, certaines mesures avaient déjà été prises par les gouvernements précédents. Aussi, avant d'aborder « l'œuvre constructive » de la stabilisation, il fallait faire un bref retour en arrière pour mesurer le chemin parcouru et créer une situation nette, en faisant enfin apparaître avec exac-

titude les droits et les obligations de l'Etat, et principalement ceux dont l'imprécision pesait si lourdement sur les finances belges. Il fallait en quelque sorte établir le bilan de l'Etat.

Il convient donc d'examiner, tout d'abord, ce qui a été fait jusqu'à l'automne de 1925 pour l'assainissement financier de la Belgique. On verra mieux ensuite ce qui restait à faire et comment le plan de M. Janssen a entendu le réaliser.

CHAPITRE PREMIER

**LES MESURES D'ASSAINISSEMENT
JUSQU'AU MOIS D'OCTOBRE 1925****A. — LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE
ET L'EFFORT FINANCIER DU PAYS**

Il est parfaitement inutile de revenir sur les déficits budgétaires des années 1919 à 1925 ni sur les diverses formes qu'ont pu prendre les budgets, découpés en un nombre de lois variable dans les années qui ont suivi l'armistice. Il est inutile également de rappeler ici les résultats désastreux de ces premiers budgets basés sur des évaluations incertaines tant pour les recettes que pour les dépenses et votés dans l'ignorance des besoins réels du pays.

Il suffira, laissant de côté les recettes des régies et des chemins de fer, d'indiquer comment l'Etat a essayé de se procurer les ressources nécessaires, quel a été l'effort fourni pour trouver des recettes suffisantes, recettes provenant principalement des impôts, des emprunts, des Réparations payées par l'Allemagne.

§ 1. — *Les impôts*

Le fait principal à noter, ce n'est pas l'augmentation très considérable de la charge fiscale supportée par la population, elle a été déjà étudiée, c'est la transfor-

mation totale du système des impôts et sa réorganisation sur de nouvelles bases.

Avant la guerre, en effet, la Belgique était sous le régime des vieux impôts de la révolution française et depuis longtemps, on se plaignait d'une organisation qu'on jugeait vieillie et incapable de s'adapter, même lentement, à l'augmentation de la richesse générale.

Mais les charges du contribuable étaient véritablement minimales : alors qu'en 1913 un français payait en moyenne 123 fr., un anglais 133 fr., le belge ne payait au fisc que 61 fr. 50.

Dès 1919 ce chiffre s'est trouvé considérablement augmenté et il a fallu chercher en même temps qu'une plus grande équité, une plus grande productivité des impôts. La refonte entière du système devenait indispensable. C'était un gros travail dont la mise au point demandait un certain délai. Mais il était urgent de se procurer des ressources. Et pour parer aux nécessités du moment, on instaura, en 1919, un régime de transition, comportant principalement un « impôt sur les bénéfices supplémentaires ou extraordinaires » et un « impôt spécial sur les bénéfices extraordinaires ».

Le système d'impôts définitifs, organisé l'année suivante, s'inspira, dans ses grandes lignes, de la législation française : on en vint à l'impôt personnel et sous le nom de super-tax, ce fut l'impôt global sur le revenu que l'on adopta.

De même, le Parlement institua des impôts proportionnels et cédulaires, atteignant les différents revenus fonciers, les profits des capitaux mobiliers et les gains professionnels.

Par une loi d'octobre 1919 l'impôt sur les successions fut révisé et profondément remanié. On appliqua le principe de la progressivité, le contrôle fut renforcé.

Mais, ces impôts étaient lents à procurer des ressources et les déficits étant constants, on en vint aux impôts indirects.

On releva la taxe sur les spectacles, les droits de douanes et d'enregistrement. Enfin, on créa une taxe générale de consommation sous la double forme de la taxe de luxe et de la « taxe de transmission » qui fut remaniée et complétée en 1923 et en 1924. Cette dernière notamment était tout d'abord applicable uniquement au commerce de gros ; elle fut étendue à toutes les transactions par l'institution de la taxe de timbre de 1 0/00 sur toutes les factures.

Le contrôle des impôts indirects était rendu ainsi très facile et de perception aisée. Quant aux impôts directs on avait appliqué autant que faire se pouvait, la méthode du « stoppage à la source », ce qui permettait, dans une certaine mesure, de supprimer tout contact direct entre l'Administration et le contribuable et qui avait pour résultat de faire paraître à ce dernier la charge fiscale plus facilement supportable.

Toute cette organisation était en somme susceptible d'un très bon rendement et de répondre, le cas échéant, à des sollicitations plus pressantes du Ministre des Finances, sans remettre tout ou partie du système en discussion.

§ 2. — *Les économies*

A côté d'une organisation fiscale perfectionnée à laquelle on entendait demander de faire face à l'accroissement des charges de l'Etat, il était naturel de songer à limiter, dans la mesure du possible, les dépenses de l'Etat dans chacun des domaines où s'exerçait son activité.

L'effort fait en ce sens par la Belgique fut très considérable. Après les dépenses énormes de 1920 et 1921 quand on se rendit compte que l'Allemagne « ne paierait pas tout », on commença par lutter contre les dépassements de crédits qui, pendant ces deux années, avaient été de plus de 3 milliards, et on instaura le contrôle des dépenses engagées, qui était alors une innovation en Belgique.

On s'attacha à réduire toutes les sources de dépenses dans l'Administration Générale, et une « Commission technique pour l'étude des services administratifs de l'Etat » fut créée.

Cette commission, à l'exemple de la commission Geddes qui fonctionna au même moment en Grande-Bretagne, était composée de personnalités prises en dehors du Parlement. Ses membres étaient totalement indépendants des milieux politiques ou administratifs. Mais ils n'eurent par les moyens d'action aussi vigoureux que ceux qui avaient été donnés à la Commission des Economies Anglaise.

Cependant, par voie d'enquêtes, le fonctionnement des Départements Ministériels fut étudié en vue de tracer un programme de réorganisation administrative.

Les économies étaient difficiles à réaliser, du moins calculées en francs-papier. Les indemnités de vie-chère du personnel étaient variables et suivaient la hausse de l'index-number.

Pourtant, la Commission Technique proposa des suppressions d'emploi. Dès le début de 1925, plus de 6.500 postes avaient été supprimés. On n'avait pas été sévère tant que la situation financière était restée à peu près stable mais la crise des changes et la brusque déchéance de la monnaie qui se produisit au mois de mars 1924 firent une grande impression au Ministère des Finances et au Parlement.

Dans le Budget de 1924, on supprima 1.092 millions de crédit qui avaient été demandés et, sur un total de 1.380 millions que réclamait le Ministère des Affaires Economiques, chargé de la reconstruction du pays, on lui en accorda 651 seulement. Rien de tel que la menace des événements pour stimuler les bonnes volontés.

On entreprit également la réorganisation des régies et plus particulièrement de l'Administration des chemins de fer.

Le réseau belge était en effet un réseau d'Etat et contribuait alors largement au déficit du budget. On parla de nouveau de l'aliéner, reprenant ainsi des études d'avant-guerre (1). Un projet de loi avait même été déposé en ce sens en 1919. Des propositions d'achat furent faites (2) mais finalement on repoussa toute idée de cession ou d'affermage. On proclama simplement l'auto-

(1) Notamment les études faites sous les auspices de l'institut Solvay.

(2) Jouvot : La Restauration financière de la Belgique, 1925, p. 48.

nomie financière du réseau, la direction générale fut remaniée et confiée à un ancien industriel, on entreprit une refonte de la comptabilité et l'exploitation fut conduite selon des méthodes commerciales qui donnèrent quelques bons résultats.

§ 3. — *Les emprunts*

Devant l'insuffisance constante des recettes fiscales, l'Etat a dû emprunter à l'intérieur et à l'extérieur.

Il ne semble guère utile de rappeler l'augmentation de la dette flottante extérieure jusqu'en 1925. En pareille matière, le résultat seul importe.

Voici les chiffres de l' « Exposé général du budget pour 1926 », indiquant la situation de la dette à un an d'intervalle et la précisant à la veille de l'entreprise de stabilisation.

Au 30 septembre 1924 (en millions de francs) :

DETTE CONSOLIDÉE

Intérieure	14.780	
Extérieure	3.530	
Total	18.310	45 %

DETTE FLOTTANTE

Intérieure	16.630	
Extérieure	5.740	
Total	22.370	55 %
Totaux	40.680	100 %

Au 30 septembre 1925

DETTE CONSOLIDÉE

Intérieure	17.080	
Extérieure	12.580	
Total	29.660	65 %

DETTE FLOTTANTE

Intérieure	14.775	
Extérieure	1.345	
Total	16.120	35 %
Totaux	45.780	100 %

L'exposé général du budget indique que « cet accroissement de la dette qui semble être de 5.100 millions « n'est en réalité que de 4.210 millions, le produit des « derniers emprunts aux Etats-Unis ayant permis de « faire entrer provisoirement dans le Portefeuille de « l'Etat des obligations 6 % de l'Association Nationale « des Industriels et Commerçants pour la réparation des « dommages de guerre pour un capital de 890 millions ».

Et le Ministre ajoute que l'augmentation effective des 4.210 millions provient en partie de ce que la dette étrangère étant exprimée en francs, représente environ 1.200 millions de plus, le franc ayant baissé; et d'autre part, que le reste provient de l'incorporation au tableau de la Dette Publique de la totalité des engagements pris vis-à-vis des Etats-Unis.

Il fait ensuite remarquer que la Dette Flottante a été réduite de 22 à 16 milliards ce qui est une répartition meilleure puisque 1 an auparavant 55 % de la Dette Publique étaient exigibles à courte échéance, tandis qu'il n'y en avait plus en 1925 que 35 % dans ces conditions.

Mais ces 16 milliards devaient être d'un singulier poids pour la Trésorerie Belge. Sans doute 5.680 millions représentaient sur ce total la dette de l'Etat envers la Banque et ne risquaient pas d'être réclamés à brève échéance, non plus que les 3 milliards 355 millions de la dette à moyen terme. Mais la dette à court terme comprenait encore 5.740 millions.

§ 4. — *Les Réparations*

Enfin, une autre source de recettes pour le Gouvernement belge, dont on avait espéré beaucoup et qui était demeurée longtemps incertaine et même quelque peu problématique, provenait des paiements à recevoir de l'Allemagne au titre des Réparations.

On avait cru, à l'origine, que l'Allemagne ferait les frais de la reconstruction du pays, et cela, d'autant plus légitimement, que la Belgique s'était vue reconnaître un droit de priorité. On avait donc dressé les budgets « des dépenses recouvrables au titre des Réparations ». Les dépenses avaient été faites sans souci de recettes correspondantes. Mais l'Allemagne se dérobaux conséquences du Traité de Paix, il fallut discuter. On négocia, pour arriver à un accord avec l'Allemagne d'abord, puis entre Alliés. Après les nombreuses vicissitudes que l'on sait, le plan Dawes fut accepté et les Alliés signèrent entre eux l'accord du 14 Janvier 1925.

C'est ainsi que la Belgique fut assurée de toucher pendant une longue série d'années une somme d'environ 100 millions de marks-or, soit environ 500 millions de francs belges. La question des Réparations ainsi définitivement réglée cessa d'être un élément d'incertitude dans le compte des recettes belges.

§ 5. — *La question des Dettes Interalliées*

Un autre problème attirait également depuis longtemps l'attention des Ministres des Finances belges, tant à cause de son ampleur qu'en raison de son imprécision. Il s'agit de la question des dettes de guerre et d'après-guerre que la Belgique a contractée envers ses anciens Alliés ou Associés.

La dette qui était de beaucoup la plus importante et qui préoccupait surtout l'opinion, était celle contractée vis-à-vis des Etats-Unis. Un memorandum américain, daté du 31 mai 1925, qui a servi de base aux négociations ultérieures, évaluait cette dette, au 15 mars 1925, en tenant compte des intérêts simples à 5 %, à 480 millions de dollars, soit environ 10 milliards de francs papier à ce moment.

On voit donc quel trouble l'indétermination de cette dette pouvait jeter dans les finances belges. Il fallut négocier, d'abord pour obtenir les conditions les meilleures possibles, ensuite parce qu'il aurait été tout à fait hasardeux d'établir un budget sans connaître le montant des sommes qui pouvait être réclamées; et enfin, pour consolider cette dette et en éloigner la date d'échéance autant que possible.

C'est ainsi que le Ministre des Finances fut amené à négocier et à signer l'accord de Washington du 18 août 1925. Cet accord remplaçait l'ensemble des dettes antérieures et postérieures à l'armistice par des engagements espacés sur une période de 62 années, et dont la valeur, ramenée à la date du 15 juin 1925 sur la base du même taux de 5 % qui avait servi à accuser le total de 480 millions de dollars avant l'accord, était ramenée à un capital de 193 millions de \$ (1).

Cet accord était conclu sous réserve de ratifications par les Parlements respectifs des deux pays. Le Ministre des Finances en fit une des conditions préalables de son plan d'assainissement et cette ratification fut acquise sans difficulté au mois de décembre 1925.

Un accord de principe était d'autre part en voie d'être acquis en vue de la consolidation des crédits de 9 millions de livres sterling consentis par la Grande-Bretagne pour la reconstruction de la Belgique; des pourparlers étaient en cours pour l'apurement du solde des dettes réciproques de la France et de la Belgique. Mais on peut dire que dès le 18 août la dette étrangère était liquidée, on pouvait bâtir un budget sur un terrain solide.

B. — LA POLITIQUE MONÉTAIRE JUSQU'EN 1925

L'attitude des Gouvernements belges en face de l'avisement lent et continu du franc n'a pas été purement passive. Outre l'assainissement des finances de l'Etat, outre la constitution en 1923 d'un très faible fonds

(1) Cf. l'Exposé des motifs du projet de loi approuvant l'accord de Washington, session 1925-26. Doc. parl^{te} n° 15, page 5.

d'amortissement de la dette sans véritable importance, il a, par ses moyens propres et aussi avec l'aide de la Banque d'Emission, organisé la résistance à la dépréciation.

Parmi les textes de loi qui sont inspirés de cette idée, et qui parfois dès 1919, ont été adoptés, on peut citer ceux qui tendent à lutter contre la thésaurisation des billets de banque, et surtout les textes concernant l'exportation des capitaux.

A vrai dire, les premiers se réduisent à quelques dispositions concernant le chèque barré (1919) ou les chèques en général (loi du 28 octobre 1924), ou bien encore favorisant les chèques postaux. De plus, on peut encore citer dans cet ordre d'idées le Statut officiel des Chambres de Compensation (1919).

Les textes concernant l'exportation des capitaux contiennent une réglementation assez touffue et complexe. Leur but est d'empêcher la balance des comptes de devenir soudainement déficitaire et le change de s'effondrer par suite d'une « évasion massive » de capitaux. Il y a eu plusieurs lois à ce sujet. Après un mouvement tendant à la réglementation en 1919, on était revenu en 1924 à un régime de liberté plus grande. Lorsque de nouveau la baisse du change s'est dessinée, on est revenu à une réglementation plus étroite et perfectionnée, associant les banques et les agents de change à cette surveillance continuelle (1).

De tels textes exigeant que chaque transfert de fonds demandé soit justifié par une opération commerciale, peu-

(1) Voir notamment l'arrêté Royal du 13-8-23.

vent présenter une certaine utilité en cas de crise ou de panique, mais en période plus calme, il semble bien qu'ils soient inutiles et qu'ils constituent une très grande gêne pour le monde des affaires.

Quant à la politique de l'Etat envers la Banque Nationale, les résultats négatifs en ont déjà été exposés. Depuis 1919 l'Etat ne s'est jamais fait consentir d'avance nouvelle, et au contraire, des remboursements successifs ont amorti cette dette d'un dixième environ, soit 600 millions de 1920 à 1924, en ramenant le total de 5.800 millions à 5.200 millions. Cette tentative de déflation, très modérée, n'a eu aucune répercussion ni sur le niveau des changes, ni sur celui des prix.

La politique de la Banque Nationale en matière monétaire, durant cette période, peut se résumer en peu de mots : d'abord une politique de l'escompte assez rigoureuse, tendit à proportionner étroitement le volume des crédits accordés au volume des transactions réelles. La raréfaction des capitaux sur le marché motiva le relèvement du taux de l'escompte qui, de 4 1/2 % en 1922, passa à 5 1/2 % au premier janvier 1924, pour arriver, le 6 novembre 1925, à 6 1/2 %.

Ensuite la Banque Nationale chercha toutes les occasions d'accroître son encaisse de métaux précieux et devises convertibles en or. Il faut citer notamment quelques achats d'or en provenance du Congo.

L'encaisse métallique proprement dite était :

Au 30 juin 1914	de 334 millions
En décembre 1914	» 268 »
Le 31 décembre 1919	» 293 »
Le 31 décembre 1921	» 307 »

Le 31 décembre 1923	» 345	»
Le 31 décembre 1925	» 364	»

Ce chiffre de 364 millions, atteint en décembre 1925, était supérieur à celui de 1914. Cependant il ne représentait plus qu'environ 4 1/2 % du total des engagements à vue, billets et solde débiteur des comptes-courants.

Mais dès avant la guerre la Banque Nationale s'était constitué un portefeuille de devises étrangères. Elle l'avait fait d'abord dans un but lucratif, puis peu à peu elle utilisa cette réserve pour régulariser les cours des changes, lors des fluctuations saisonnières notamment. Cette politique avait bien réussi alors, et on y est revenu tout naturellement depuis.

C'est ainsi que fut constitué une masse de manœuvre composée de devises appartenant au Trésor et à la Banque Nationale et faisant l'objet d'une gestion commune. Elle fut employée à limiter les oscillations des changes, en période normale, et comme arme contre la spéculation en temps de crise. La manœuvre de la Banque de France en mars 1924 avait démontré l'utilité d'une telle réserve qui permet de peser sur l'offre et la demande d'un marché, tant qu'elle n'est pas épuisée.

Ce fut cette politique qui fut suivie lorsque, au mois de septembre 1925, il s'agit de désolidariser les cours du franc français et du franc belge et de conserver à celui-ci une stabilité systématique. Cette stabilité, tout artificielle qu'elle fût, ne faisait pourtant qu'enregistrer les cours qui avaient été atteints en septembre 1925 : 107 francs pour la £, 22 francs pour le \$.

Ainsi les prix intérieurs ne devaient logiquement guère se trouver modifiés, si bien que l'équilibre du bud-

get une fois acquis, devait être durable et rendre ainsi possible le retour à l'étalon or.

En septembre 1925, la plupart des obstacles qui avaient pu rendre difficiles une réforme monétaire semblaient donc franchis. Les finances de l'Etat étaient réorganisées, la question insoluble des Réparations avait enfin trouvé une solution, la dette américaine était déterminée avec précision. Restait le problème de la dette flottante. Mais un retour à l'or aurait ramené la confiance, on aurait pu attendre et ne consolider cette dette que plus tard. L'équilibre du budget semblait pouvoir être réalisé grâce à un peu de temps et de volonté et c'était la dernière condition à réaliser avant d'entreprendre la réforme monétaire proprement dite.

CHAPITRE II

LE BUDGET DE 1926

L'exposé général du budget — on devrait presque dire des budgets puisqu'il est composé de 19 projets de lois — pour l'exercice 1926, indique de façon précise les obstacles à surmonter pour arriver enfin à équilibrer les recettes et les dépenses. Les difficultés principales proviennent de l'augmentation des dépenses portées au budget ordinaire, d'une part, et, d'autre part, des recettes nécessaires au budget extraordinaire.

Le budget ordinaire

Tout d'abord l'exposé général fait connaître que le budget ordinaire est en équilibre, mais d'extrême justesse :

Les évaluations de recettes sont de 5.326 millions
Les prévisions de dépenses se montent à .. 5.322 millions
Soit un excédent de recettes de 4 millions

Les crédits proposés qui, l'année précédente, étaient de 4.530 millions, ont augmenté de 792 millions, puisque leur total pour 1926 est de 5.322 millions. Mais l'augmentation des dépenses réelles n'est pas aussi considérable, car au cours de l'année 1925 des dépassements de crédits non limitatifs sont venus grossir les évaluations budgétaires et ces crédits complémentaires étaient en instance de régularisation devant le Parlement. Ces divers crédits se chiffrant, toujours d'après l'exposé général du

budget à 390 millions, l'augmentation réelle des dépenses ordinaires se trouve ainsi ramenée à 402 millions environ.

Sur les 15 lois budgétaires qui composent l'ensemble du budget ordinaire, onze présentent des demandes de crédits en diminution sur l'exercice précédent, deux restent sensiblement au même niveau, et ce souci d'économie est à remarquer, alors que pendant cette période le nombre indice des prix avait augmenté de 20 points, de 513 à 533, tandis que le dollar passait de 20 francs à 22 francs. Seuls les projets concernant les budgets de la Dette Publique et du Ministère de l'Industrie, du Travail et de la Prévoyance sociale comportent une augmentation de crédits considérable.

L'accroissement des dépenses pour la Dette a une triple origine en ce qui concerne la dette extérieure.

D'abord on avait tablé en 1925 sur un cours moyen de la £ à 90 francs, du \$ à 20 francs. Les bases qui servent de calcul pour 1926 sont de 106 francs pour la £, de 22 francs pour le \$, ce qui provoque une première augmentation de crédits de 71 millions.

Ensuite le budget de la dette publique comprend les crédits nécessaires pour faire face aux charges résultant de la consolidation de la dette belge envers les Etats-Unis, telles qu'elles avaient été déterminées par l'accord de Washington du 18 août précédent.

Enfin, un crédit de 240 millions est prévu pour le service des intérêts et de l'amortissement d'un emprunt dit « de stabilisation », de 150 millions de \$, base de toute la réforme monétaire projetée.

A côté de cette augmentation de plus de 438 millions consacrée au service de la Dette Publique, l'accroissement des dépenses du Ministère de l'Industrie, du Travail et de la Prévoyance sociale paraît peu important. Il est cependant de 58 millions et dû principalement à l'application de nouvelles lois sociales.

Aux dépenses ordinaires, font contrepartie des recettes ordinaires consignées au budget des voies et moyens; ce sont avant tout des recettes provenant des impôts. Or, l'augmentation des dépenses ordinaires laissait un déficit malgré l'augmentation prévue de plus d'un demi milliard dans le rendement des impôts.

En effet, les impôts votés pour 1925 avaient été évalués à 4.148 millions

Sur les bases et aux taux en vigueur
en 1926, ces mêmes impôts doivent
fournir 4.684 millions

Soit une augmentation dans les prévisions de 536 millions

Cependant les dépenses sont évaluées à 5.322 millions

Les recettes prévues étant de..... 4.684 millions

Il reste un déficit de..... 638 millions

Pour y parer le Ministre des Finances propose dans l'exposé des motifs de virer au budget ordinaire 200 millions provenant des recettes du plan Dawes, et de combler les 438 autres millions au moyen d'impôts nouveaux.

Au sujet de ces derniers, le Ministre essaye de prévenir les critiques inévitables, réclamant des économies sévères ou même une application plus rigoureuse des impôts déjà existants, plutôt que de nouvelles charges, et il entreprend de démontrer que la plus grande partie des dépenses est incompressible : 2.700 millions pour le service de la dette, 575 millions représentant les ressources locales destinées à alimenter les budgets des communes et des provinces.

Quant aux autres dépenses, des progrès ont été réalisés, d'autres sont encore à faire; la « Commission technique pour l'étude des services administratifs » doit être reconstituée sur des bases nouvelles mais beaucoup d'économies réalisables, telles que des suppressions de fonctionnaires, ne peuvent avoir d'effet sensible que dans un avenir assez lointain; puis, le plus souvent, l'intéressé reçoit un dédommagement sous forme de traitement de disponibilité ou de retraite. Ainsi, il ne faut pas trop attendre des économies, et le Gouvernement s'engage à appliquer dès 1926 les lois fiscales déjà existantes d'une façon plus sévère, en renforçant le contrôle et en appliquant les sanctions dont l'Administration dispose.

D'ailleurs, ces 438 millions ne doivent « ni impressionner, ni étonner »; 400 millions d'impôts nouveaux avaient déjà été demandés pour équilibrer le budget de 1925 un an et demi auparavant, mais n'avaient jamais été votés à la suite du calme revenu sur le marché des changes. Depuis les circonstances se sont modifiées, mais il y a lieu d'espérer que ces recettes seront suffisantes pour le budget ordinaire.

Le budget extraordinaire

Les dépenses extraordinaires, y compris celles des Régies et des Réparations, se montent pour l'exercice 1926, à 1.437 millions.

Les recettes extraordinaires et celles provenant de l'exécution du plan Dawes et affectées aux dépenses des Réparations se montent à 675 millions. Il reste un excédent de dépenses de 762 millions. Des ressources, pour y faire face, sont difficiles à trouver. Voici celles que le Ministre propose pour éviter à tout prix de recourir à l'emprunt :

1° Rentrée des impôts arriérés des exercices 1924 et antérieurs.....	555 millions
2° Liquidation de biens séquestrés et réalisation de biens domaniaux.....	75 millions
3° Remboursement partiel par le Congo d'avances faites par l'Etat.....	150 millions
Total.....	780 millions

Le vote du budget

Grâce à l'insistance pressante du Gouvernement, le Parlement vota le budget dès le mois de décembre 1925. Dans ses grandes lignes, il fut adopté conformément à l'exposé des motifs. Il y eut cependant quelques discussions, et quelques réserves exprimées au Parlement et dans l'opinion, notamment en ce qui concerne la solidité des ressources affectées aux recettes du budget extraordinaire. L'évaluation des impôts arriérés semblait quelque peu exagérée.

De plus, le virement au budget ordinaire de 200 millions provenant du plan Dawes était particulièrement critiqué. On rappela même que le Gouvernement belge avait pris l'engagement d'affecter les recettes du plan Dawes d'abord au règlement des dommages de guerre, et ensuite à l'amortissement de la dette flottante.

Le Ministre accepta de supprimer ce virement, mais cela constituait au budget ordinaire un déficit de 200 millions. Une révision de quelques chiffres porta même ce déficit jusqu'à près de 300 millions qu'il fut décidé de partager par moitié entre des économies nouvelles (140 millions) et de nouveaux impôts. Ces derniers 140 millions portaient ainsi le chiffre total de l'augmentation des charges pour 1926 à 578 millions, réparti en deux tranches successives.

Le public et le Parlement ont été impressionnés assez vivement par la façon dont ces chiffres se traduisaient dans la pratique. En effet, ils entraînaient une augmentation quasi générale des impôts : la taxe sur le revenu des valeurs mobilières était portée à 20 % pour les actions, à 15 % pour les obligations; la taxe des timbres de facture passa de 1 0/00 à 1 %, la taxe de luxe, les droits d'enregistrement et d'hypothèque, les impôts sur les assurances et les opérations de bourse, les droits de succession, subirent tous de fortes majorations.

Il faut voir, dans l'orientation de ces impôts nouveaux, l'influence des dirigeants politiques du moment. Tandis que l'impôt sur les salaires donnait lieu à d'importants dégrèvements, la plupart des textes nouveaux aggravaient les impôts directs ou les taxes susceptibles

de n'être supportées que par le capital, telles que les taxes sur les assurances ou les opérations de bourse.

Cependant, malgré l'impression désagréable causée par ces nouveaux impôts, on avait confiance dans le technicien chargé de remettre à flot les finances de l'Etat, et pour reprendre une phrase du rapporteur du budget à la Chambre, M. Max Hallet, il n'y avait au Parlement et dans le pays « ni partisans de la politique gouvernementale, ni adversaires, mais tous étaient d'accord pour suivre le gouvernement dans son désir d'assainir la situation le plus rapidement possible ».

CHAPITRE III

LA TENTATIVE DE RÉFORME MONÉTAIRE

§ 1. — *Le mécanisme du plan*

Les finances de l'Etat étant réorganisées par l'équilibre du budget obtenu au moyen des seuls impôts, le Gouvernement devait se préoccuper, dans la seconde partie de son plan, de régulariser sa situation vis-à-vis de la Banque Nationale.

Le but de la réforme monétaire était en effet de rétablir la convertibilité du billet de banque belge sur une base qu'on préciserait ultérieurement, mais qui devait être très voisine des cours de change pratiqués au moment même où l'opération serait faite.

D'où la nécessité pour l'Institut d'Emission de détenir une encaisse suffisante pour faire face à toutes les demandes de remboursement. Or, la grande majorité des billets en circulation, 5.680 millions, n'étaient garantis que par la créance de la Banque sur l'Etat. C'était tout naturellement à l'Etat de rembourser au moins la plus grande partie de sa dette, pour améliorer le bilan de la Banque Nationale, à lui de trouver les ressources nécessaires à cette opération.

Le Ministre proposait de rembourser 4 milliards à la Banque. Il serait resté ainsi un solde de 1.680 millions au débit de l'Etat. La circulation de billets étant alors de 7.600 millions, cette somme ne représentait plus que 22 %

de la circulation. Le crédit de la Banque aurait été ainsi suffisamment indépendant de celui de l'Etat.

Tel était le mécanisme très simple de la réforme monétaire.

L'application pratique discutée par le Parlement en janvier 1926 en fut votée assez rapidement dès le mois de février, sous forme de deux lois, l'une concernant la Banque Nationale, l'autre « relative à l'assainissement de la circulation financière et à la stabilisation de la monnaie », auxquelles il faut ajouter une convention avec la Banque Nationale.

§ 2. — *Le remboursement à la Banque Nationale*

La difficulté principale avait été de déterminer par quels procédés l'Etat pourrait rembourser la Banque. Et même, à ce sujet, les objections des théoriciens les plus éminents se sont jointes aux difficultés pratiques qu'on pouvait éprouver à trouver la somme nécessaire.

En effet, disait-on (1), la Banque a remis à l'Etat des billets qui ne lui ont coûté que les frais d'impression. C'est donc tout au plus ces frais qui constituent le montant de la dette de l'Etat envers la Banque.

Sans doute, ces billets n'ont rien coûté à la Banque, mais, d'une part, ils représentent un pouvoir d'achat que la Banque a transféré à l'Etat et que celui-ci a employé à sa guise; d'autre part, le jour où ces billets seront convertibles, en échange de ces papiers qui ne représentent

(1) Cf. Ansiaux et Obrecht : Un contre-projet de réforme monétaire ; Cf. Ansiaux dans « le Flambeau » du 31-12-25.

que des frais d'impression, c'est tout de même de l'or que la Banque devra verser.

La Commission spéciale de la Chambre des Représentants, lors de la discussion des projets de loi, n'a pas retenu cette thèse et le rapporteur, M. Sap, s'est borné à rappeler les multiples engagements de rembourser pris par l'Etat et même les remboursements effectivement réalisés de 1920 à 1923 (1).

La réévaluation de l'encaisse

Comment l'Etat allait-il rembourser les 4 milliards prévus ?

Au moyen de deux opérations différentes. Puisqu'il renonçait à la fiction légale du franc toujours identique à lui-même, pour adopter comme unité monétaire le franc-papier, il pouvait sans inconvénient laisser la Banque Nationale réévaluer dans le bilan son encaisse métallique.

Cette encaisse était, au début de 1926, d'environ 390 millions de francs, dont 300 millions d'or ou de devises et 90 millions d'argent. L'encaisse argent devait être réalisée sur le marché et convertie en or. Ce ralliement au monométallisme procurerait environ 30 millions d'or.

330 millions d'or pourraient-être ainsi réévalués qui, au taux plutôt faible de 4 francs-papier pour 1 franc-or, donneraient 1.320 millions. Cette augmentation d'actif de près d'un milliard, d'après les conventions en voie de conclusion entre la Banque et l'Etat, devait être attribuée à ce dernier.

(2) Voir le rapport fait au nom de la Commission spéciale par M. Sap., doc. parl. Chambre 1926, n° 158.

L'emprunt extérieur

Pour se procurer les trois autres milliards destinés à la Banque, l'Etat n'avait d'autre ressource que l'emprunt extérieur. Cet emprunt aurait un double avantage : d'abord, il apporterait les sommes nécessaires en or ou en valeur-or; ensuite, il comblerait l'arriéré éventuel du déficit de la balance des comptes et rendrait celle-ci créditrice, pour une longue période, espérait-on.

C'est pourquoi l'article premier de la loi sur l'assainissement financier débutait ainsi :

« Le Gouvernement est autorisé à contracter à l'étranger... un ou plusieurs emprunts pour un montant total effectif n'excédant pas 150 millions de dollars ».

Au cours de 20 francs le dollar, ce dernier chiffre était l'équivalent des 3 milliards dus à la Banque.

Il est à noter que, vu l'importance exceptionnelle de son chiffre, la réalisation de cet emprunt était indispensable à la réussite de la réforme monétaire.

Aussi, bien avant même d'être autorisé par la loi à le conclure, avant même de publier ses projets de stabilisation, le Ministre des Finances avait-il tenu à s'assurer les concours financiers indispensables.

Dès le début du mois d'octobre, accompagné du Gouverneur de la Banque Nationale et du Ministre de l'Agriculture, il s'était rendu à Londres, puis à Amsterdam et à Bâle pour entamer des négociations relatives à l'émission internationale de l'emprunt belge d'assainissement. Et, à la tribune du Parlement, le Ministre a dit et il a écrit dans son exposé du budget que ces pourparlers avaient heureusement abouti et qu'un accord de principe

« était acquis de la part de tous les intéressés », en précisant cependant, dans l'exposé du budget notamment, que ces négociations ne portaient pas sur le fonds du débat et que si les projets en instance devant le Parlement étaient urgents, c'était justement « parce qu'ils devaient être votés avant que le Gouvernement puisse conclure l'emprunt extérieur », base de toute l'entreprise de stabilisation.

On verra par la suite combien cette réserve était prudente.

Par ces deux opérations simultanées, réévaluation de l'encaisse et transfert des 150 millions de dollars empruntés, l'Etat remboursait donc à la Banque la plus grande partie de sa dette.

Cependant celle-ci ne se trouvait pas, du fait de ce remboursement de 4 milliards, totalement éteinte. Il restait encore une créance de la Banque de 1.680 millions.

Il fut convenu que l'Institut d'émission garderait les bons du Trésor qui lui avaient été délivrés pour représenter la Dette de l'Etat, en octobre 1919, jusqu'à concurrence de ce montant. Mais cette dette de l'Etat était formellement reconnue (1) tant par la loi que par la convention signée avec la Banque. Un des projets de Convention, modifié ultérieurement, spécifiait même « qu'en tous cas, à partir du 1^{er} janvier 1930, la part de l'Etat dans les bénéfices de la Banque servirait à amortir graduellement le solde de la dette de l'Etat envers la Banque ».

(1) L'article 1^{er} de la loi sur l'assainissement financier spécifie que le produit de l'emprunt de 150 M. de \$ sera exclusivement affecté au remboursement...

2° D'une partie des Bons du Trésor délivrés en vertu de l'art. 2 de la loi du 24-10-19.

§ 3. — *Rôle de la Banque Nationale*

La reconstitution de son encaisse par le double procédé de la réévaluation et de la cession par l'Etat de crédits extérieurs assainissait la situation de la Banque Nationale et rien ne s'opposait plus à ce qu'elle reprenne son rôle monétaire d'avant guerre et assure la convertibilité de ses billets.

C'est ce que décidait l'art. 2 de la loi d'assainissement datée du 26 février 1926, en abrogeant l'Arrêté Royal du 2 août 1914 qui avait institué le cours forcé.

Mais comme l'encaisse de la Banque était représentée pour la plus grande partie par des crédits à l'étranger et que la quantité d'or dont elle disposait était minime, il était spécifié (parag. 2 de ce même art. de loi) que le paiement à vue des billets s'effectuerait soit en métaux précieux, or ou argent, celui-ci évalué d'après son prix en or, soit en valeurs-or sur l'étranger. Ainsi la Banque Nationale avait la faculté de rembourser ses billets uniquement au moyen de chèques payables sur les places étrangères.

Ce système n'est en somme qu'une application du régime du Gold Exchange Standard, expérimenté tout d'abord aux Indes à la fin du XIX^e siècle et depuis appliqué avec des modalités diverses dans presque tous les pays ayant réalisé une réforme monétaire.

A l'intérieur du pays, rien n'était changé. La monnaie de papier devait continuer à y circuler et la convertibilité n'était assurée que pour les paiements à l'extérieur, ce qui devait suffire à maintenir le change stable.

La Banque Nationale devait être, en effet, en mesure

d'acheter ou de vendre des devises étrangères ou des francs belges, en quantités suffisantes pour faire face à toutes les offres ou à toutes les demandes possibles, au taux de stabilisation. On voit ainsi combien ce régime est étroitement lié à la qualité favorable ou défavorable de la balance des comptes.

Quant au taux de stabilisation, il n'était pas formellement indiqué par les textes votés. Sans doute, les déclarations successives du Ministre des Finances et l'exposé des motifs de la loi sur l'assainissement avait laissé entendre que la situation existant depuis le mois de septembre, « ne serait pas modifiée sensiblement ».

La Banque Nationale intervenait régulièrement pour fixer les cours, grâce à l'emploi de sa masse de manœuvre, et avant de rendre légal cet état de fait, il fallait préparer l'adaptation économique du pays aux prix mondiaux qui allait en être la conséquence. De plus, une matière aussi délicate ne pouvait guère donner lieu à des débats parlementaires, à un moment où la moindre parole pouvait, à tort ou à raison, impressionner vivement l'opinion publique et avoir ainsi les plus fâcheuses répercussions. Il fallait éviter de publier ce cours jusqu'au moment même de son application pour éviter des spéculations à coup sûr, dont la Banque Nationale aurait fait tous les frais.

Aussi la loi d'assainissement indique-t-elle formellement que ce taux de stabilisation ne serait fixé qu'ultérieurement, par Arrêté Royal, délibéré en Conseil des Ministres. Le Ministre obtenait donc délégation du Parlement en cette matière et, pour rassurer les susceptibilités

parlementaires, il était stipulé que cette délibération n'aurait lieu qu'après consultation de la Banque Nationale (1).

§ 4. — *Le nouveau statut de la Banque Nationale*

Les projets gouvernementaux subordonnaient la stabilisation à une collaboration très étroite de la Banque Nationale et du Ministère des Finances. Le rôle de la Banque tel qu'il vient d'être exposé, était essentiel, non seulement lors de l'accomplissement même de la réforme, mais encore dans l'avenir pour conserver une circulation monétaire saine. Il semblait donc logique et même nécessaire, pour assurer la continuité de sa politique, d'assurer à l'Institut d'Emission un certain avenir.

Or, la Banque Nationale, société privée dont le privilège d'émission remonte à l'année 1850, avait vu, pour la dernière fois, renouveler ce privilège en 1900 jusqu'au 31 Décembre 1928. Il était impossible d'affirmer qu'à cette date d'expiration du privilège, le Gouvernement n'aurait plus besoin de la Banque pour poursuivre sa politique monétaire. D'autre part, s'il avait fallu liquider à cette même date les situations respectives de la Banque et de l'Etat, ce dernier aurait du rembourser le solde de sa dette, soit 1.680 millions.

Le renouvellement du privilège s'imposait donc.

Il n'y eut pas, comme en 1872 ou en 1900, de discussions sur le principe même du privilège accordé, les partisans de la Banque d'Etat firent simplement prendre note

(1) Loi d'assainissement du 26-2-26, art. 4 par. 2. A noter que l'exposé des motifs indiquait (p., 8 art. 3, par. 3) comme garantie propre à rassurer les esprits non pas la consultation de la Banque Nationale mais l'accord avec l'Administration de la Banque.

que cette réserve de leur part leur était dictée uniquement par les circonstances.

Cependant, tout en respectant le principe, on profita de la situation pour réviser les statuts de la Banque Nationale; d'où d'assez longues négociations dont le résultat fut concrétisé dans une seconde loi du 26 Février 1926 (1) et dans la Convention signée le 10 fév. 1926 entre le Ministre des Finances et les dirigeants de l'Institut d'Emission.

Il est parfaitement inutile pour l'exposé de l'ensemble de la question monétaire d'insister sur les dispositions prévues pour le nouveau statut de la Banque Nationale. Il suffira d'indiquer à grands traits sa physionomie.

Tout d'abord, la durée de la Banque est prorogée jusqu'au 31 Déc. 1952. Il a déjà été exposé que la Banque payait cette prolongation de l'abandon à l'Etat et du produit de la réévaluation de son encaisse et des intérêts des valeurs sur l'étranger qui entreront en compte pour l'établissement de la proportion entre l'encaisse et les engagements à vue (2).

En outre, le capital social est porté de 50 à 200 millions. Cette augmentation est la conséquence du retour à la vérité monétaire et achève ainsi la transformation complète du bilan de la Banque.

Il faut à celle-ci un capital au moins équivalent à celui qu'elle possédait avant 1914. Cet accroissement provient à concurrence de 50 millions, d'un prélèvement sur

(1) Loi « prorogeant la durée de la Banque Nationale et modifiant certaines dispositions... relatives à cet Institution... » publiée au Moniteur du 27-2-26.

(2) Il est à noter que ces intérêts ne proviennent pas seulement des 3 milliards de valeurs sur l'étranger qui doivent être remises à la Banque par l'Etat, (art. 4 de la Convention du 10-2-26 entre la B. N. et l'Etat).

les réserves et, à concurrence de cinquante nouveaux millions, de la réévaluation au bilan des immeubles de la Société. Ainsi deux actions nouvelles sont attribuées aux porteurs d'une action ancienne. Enfin, chose à remarquer, la dernière tranche de 50 millions est fournie par une émission de 50.000 actions nominatives, qui, mises en souscription publique, pourront être acquises par préférence par des « Institutions d'utilité publique nationales », telles que la Caisse d'Epargne ou le Crédit Communal, etc..

La modification la plus importante que le texte de la loi indique ensuite, réside dans le mode de la répartition des bénéfices annuels à effectuer entre la Banque et l'Etat. Les actionnaires reçoivent dans ce système un intérêt fixe de 6 %, au lieu de 4 % précédemment. Le surplus des bénéfices est affecté, à concurrence de 10 % à la réserve, de 10 % aux tantièmes des Administrateurs et au personnel, le reste partagé entre l'Etat et les actionnaires à concurrence de $\frac{2}{5}$ pour ces derniers, des $\frac{3}{5}$ pour le premier, qui touchera ainsi 48 % des bénéfices excédant 6 % (1).

La part de l'Etat sur le dividende variable n'était précédemment que de 25 % mais elle s'exerçait sur 2 % de plus. Si la situation de la Banque redevient semblable à celle d'avant-guerre l'avantage sera énorme pour l'Etat, le taux moyen des dividendes étant de 1903 à 1913 légèrement supérieur à 16 %.

De plus, à l'expiration du droit d'émission, il est prévu que les $\frac{3}{5}$ de la réserve deviendront la propriété de l'Etat.

(1) Art. 7 de la loi du 26-2-26.

Il est aisé de se rendre compte des lourdes concessions que la Banque Nationale fait à l'Etat. Ces concessions sont encore accrues du fait de certaines modifications dans la direction de la Banque.

Le Gouverneur continue à être nommé par le Gouvernement mais on change les personnalités qui collaborent immédiatement avec lui. On introduit en effet dans le Conseil d'Administration et dans le Collège des Censeurs une minorité de représentants « des grands intérêts économiques et sociaux » choisis par les actionnaires sur des listes dressées par les Conseils Supérieurs du Négoce, du Travail et de l'Agriculture.

Pour atténuer sans doute l'effet de cette mesure, l'art. 17 de la loi crée une incompatibilité entre les fonctions de membre du Parlement et celles de Gouverneur, d'Administrateur ou de Censeur.

En somme, d'après ce nouveau statut, la Banque Nationale reste la société anonyme qu'elle a toujours été. Mais cette fois-ci l'intervention de l'Etat dans son fonctionnement s'est accentuée très nettement. Son contrôle et sa participation se sont élargis.

Il faut voir là une conséquence directe des tendances politiques du Gouvernement.

§ 5. — *L'opinion publique et le projet de stabilisation*
Le vote du projet

C'était un véritable bouleversement du régime monétaire que proposait en somme le plan de M. Janssen. Sans doute, en fait, très peu de choses auraient paru changées aux Belges, mais en droit il comportait l'adop-

tion du système du « Gold Exchange Standard », par conséquent l'abandon du papier-monnaie et le retour à une monnaie de papier ayant valeur certaine et garantie. De même, un autre corollaire des nouvelles lois aurait été l'abrogation des restrictions apportées au Marché des Changes et la liberté enfin rendue au Marché international des capitaux.

Cependant, il n'y avait pas là une restauration du régime d'avant-guerre. Le but même de la réforme étant l'établissement du monométallisme-or, avait comme conséquence naturelle la dénonciation par la Belgique du traité de l'Union Latine; ainsi cessait légalement de s'appliquer le système de la loi monétaire française de Germinal an XI établi en Belgique depuis la proclamation de l'Indépendance.

Il était fatal qu'une telle réforme suscitât des critiques, au moins quant à son principe. Cependant, il convient de dire que tant qu'il ne s'est agi que de projets qui, pour la grande masse, restaient assez vagues, l'opinion publique est demeurée remarquablement calme.

Les projets monétaires étaient d'autant plus facilement acceptés que le Ministre ne parlait que de stabilisation et affirmait énergiquement repousser toute idée de dévaluation définitive, laissant ainsi subsister chez beaucoup on ne sait quels vagues espoirs de revalorisation.

Ces deux idées semblent bien contradictoires et quelques semaines plus tard, un anonyme qui touchait sans nul doute de très près le Ministère des Finances écrivait, dans la *Revue Economique Internationale* (Novembre 1925) qu'il faudrait, pour modifier le taux de stabilisa-

tion, des circonstances exceptionnelles et que « la question disparaissait du champ des probabilités ».

En attendant, on vivait dans une apparence de prospérité, on avait, somme toute, confiance dans le Ministre technicien qui devait tirer le pays d'embarras si on le laissait faire à sa volonté. En tout cas, on attendait les événements pour juger de l'efficacité du système proposé.

Quelques critiques cependant se firent jour assez rapidement dans la presse, dans le monde universitaire et au Parlement, dès que les grandes lignes du projet ministériel furent connues.

La question de la stabilisation ne faisait plus l'objet de discussions mais le débat portait principalement sur l'emprunt à contracter à l'étranger. Pourquoi fallait-il emprunter au dehors et surtout pourquoi un tel montant, exagéré et dont les charges seraient bien lourdes pour les contribuables ?

A cela, le Ministre n'avait pas de peine à répondre que puisque l'Etat devait rembourser sa dette à la Banque, il ne pouvait trouver de l'or et des valeurs or qu'en concluant un emprunt à long terme à l'étranger.

Quant au procédé des ouvertures de crédits mis en avant, notamment par MM. Ansiaux et Obrecht (1) professeurs à l'Université de Bruxelles, le Ministre l'estimait peu praticable pour une opération d'une telle importance et d'une telle durée : il aurait été bien difficile d'obtenir des ouvertures de crédits suffisantes à long terme et dans ce cas autant conclure un emprunt effectif. Et d'autre

(1) Ansiaux et Obrecht, « Un contre-projet de réforme monétaire » broch.

part si ces crédits étaient obtenus à court terme, le procédé aurait été extrêmement dangereux.

Quant au montant de l'emprunt extérieur, il dépendait du taux de stabilisation. Du moment qu'on ne voulait pas s'écarter de la situation existante, on pouvait en fixer approximativement le chiffre et si 150 millions de \$ ont paru nécessaires, c'est parce qu'il s'agissait avant tout pour le Gouvernement Belge de rétablir par ses propres moyens, la confiance dans une monnaie fortement ébranlée.

Il fallait avant tout que le public belge et étranger ait la certitude que la convertibilité serait effective.

En ce qui concerne les charges éventuelles de l'Emprunt, on reprochait au Ministre de substituer à une dette intérieure qui, en majeure partie (avances de la Banque à l'Etat) ne portait pas intérêts, une dette nouvelle qui, intérêts et amortissements compris coûterait annuellement plus de 300 millions.

Mais la convention signée avec la Banque Nationale stipulait que les intérêts des sommes fournies par cet emprunt, à elle cédé sous forme de devises, seraient remis à l'Etat. Le revenu possible de ces devises placées à court terme était évalué à $3\frac{1}{2}\%$. La charge se trouvait réduite pour l'Etat de moitié. De plus, l'annulation des 480 millions d'obligations de la dette interprovinciale, pour laquelle l'Etat payait $1\frac{1}{2}\%$, supprimait des dépenses budgétaires une somme de plus de 7 millions. Enfin, le Ministre invoquait, pour faire accepter le surcroît des charges qui restait, tous les avantages de la stabilité monétaire retrouvée.

Il y eut encore des controverses sur des points de détail moins importants. Les passions semblèrent même un instant se réveiller au Parlement au sujet du rôle qu'était appelée à jouer la Banque Nationale et des bénéfices qu'elle retirerait du renouvellement de son privilège et de son nouveau statut.

L'opinion publique, les journaux d'opposition surtout commencèrent à s'intéresser à l'œuvre entreprise, à mesure que les premiers effets s'en firent sentir. Les nouveaux impôts votés pour l'équilibre du budget étaient en effet applicables dès le mois de Janvier, les prix intérieurs continuaient leur ascension vers le niveau mondial, l'impatience et le mécontentement grandissaient. Sans doute, officiellement, personne n'osait prendre la responsabilité de se déclarer adversaire du plan de stabilisation. Cependant, une campagne de presse et d'opinion fut bientôt amorcée non pas, disait-on, contre le plan de M. Janssen, mais contre ses à-côtés politiques.

Une ligue fut rapidement constituée qui prit le nom de « Ligue de l'Intérêt Public ». Son fondateur et président fut M. Maurice Desprets, Sénateur libéral et Président du Conseil d'administration de la Banque de Bruxelles. Il entreprit une vigoureuse campagne de conférences et de presse dans le but de protester contre l'exagération des nouveaux impôts et leur tendance socialiste, dans le but aussi de leur faire substituer des économies sérieuses obtenues à la suite d'une réorganisation scientifique des services publics et d'éviter toute dépense nouvelle de caractère politique. Thèse séduisante qui semblait vouloir soustraire la question financière aux problèmes po-

litiques et qui parut trouver de nombreux échos favorables dans le monde de la bourgeoisie et des affaires.

Etant donné la personnalité et l'activité de son promoteur, cette propagande devait ébranler profondément l'opinion publique et, sous prétexte de n'en pas faire, accentuer l'intervention de la politique dans les débats; dépassant ainsi peut-être la pensée du Président de la Ligue, elle devait avoir les plus fâcheuses répercussions sur le sort des projets gouvernementaux.

Cependant, le Ministre des Finances avait obtenu des Chambres qu'elles discutent ses projets monétaires. Il y eut quelques controverses sur des points peu importants, surtout devant les Commissions, mais finalement les projets dans leur ensemble furent rapidement adoptés et devinrent les deux lois du 26 février 1926. Elles furent publiées au Moniteur du 27. Un arrêté Royal devait indiquer la date de leur mise en vigueur, en même temps qu'il devait fixer le taux exact de la stabilisation.

§ 6. — *L'Echec de l'Emprunt Extérieur*

Pour permettre la mise à exécution de la réforme et pour fixer le taux définitif de stabilisation, il ne restait plus qu'à hâter la conclusion de l'emprunt extérieur.

Le Ministre des Finances avait déclaré à maintes reprises, dans des documents parlementaires comme à la tribune des Assemblées législatives, qu'un accord de principe avait été réalisé avec les milieux financiers intéressés de Grande-Bretagne, des Etats-Unis, de Hollande, de Suède et de Suisse, dès le mois d'octobre 1925. Il ajoutait

que, par conséquent, la conclusion définitive de l'Emprunt de stabilisation serait chose aisée.

Aussi, dès que l'adoption de ses projets par le Parlement le lui permit, le Ministre, entouré de personnalités compétentes, reprit les négociations avec les représentants des Banques étrangères, principalement à Bruxelles et à Londres.

Cependant ces négociations, qu'on disait faciles, semblèrent bientôt se prolonger outre mesure et rencontrer des difficultés imprévues. Les concours indispensables parurent se dérober. On parlait de conditions draconiennes. En réalité, les banquiers réunis à Londres désiraient des garanties. Celles des demandes qui paraissent les plus certaines se rattachent à trois idées :

Mise en régie des chemins de fer et affectation à l'assainissement financier, soit du capital ainsi constitué, soit des bénéfices annuels.

Consolidation de la plus grande partie de la dette flottante.

Enfin, limitation du prêt qui serait renouvelable mais ne porterait que sur trois ans au lieu de vingt.

Il est à noter que cette dernière modalité avait été préconisée quelques semaines plus tôt par le professeur Ansiaux. La Commission de la Chambre l'avait formellement écartée, sur l'invitation de son Rapporteur (1).

Ces nouvelles surprirent beaucoup l'opinion publique qui s'émut quelque peu.

C'est avec une certaine nervosité qu'on attendait le retour de M. Janssen qui, après consultation des ban-

(1) Voir Supra page 102.

quiers belges, avait tenté de nouveau, le 12 mars, une démarche à Londres.

Il revint les mains vides.

Dès lors, un malaise profond gagna tout le pays. Les nouvelles transmises et déformées par les journaux de parti, étaient commentées avec passion. L'opinion générale était que la stabilisation se trouvait sérieusement compromise, que la situation devenait grave.

Cette inquiétude provoqua en Bourse des ventes de francs belges, des négociants voulurent, pour se couvrir, acheter des devises aux cours établis. Devant l'abstention partielle d'offres, ce fut la Banque Nationale qui dut en fournir le marché puisque c'est elle qui régularisait les cours. En quelques jours, dans la seconde semaine de mars, plus de 20 millions de dollars furent ainsi dépensés par elle, dans l'attente de négociations favorables.

A son retour, le Ministre décida de supprimer, à partir du 14 mars, ces interventions de la Banque Nationale qui, tôt ou tard, auraient épuisé ses réserves en devises, il fallait se résigner à abandonner le taux des changes artificiellement maintenu depuis bientôt six mois.

Dès le 15 mars, on enregistrait une baisse considérable du franc belge, la livre passant à Bruxelles dans la même journée de 107 francs à 121,50, le \$ de 22,01 à 25,40, le franc français de 80 à 90.

La hausse des changes allait se poursuivre pendant

les semaines suivantes (1). Il en fut de même des prix intérieurs.

C'en était fait de l'équilibre budgétaire. C'était l'échec de la « stabilisation à 107 ».

(1) Voici quelques cours officiels des changes pendant le mois de mars 1926 à Bruxelles.

Dates	Livre	Dollar
12 Mars	106.99	22.01
15 "	121.50	25.40
16 "	116.825	23.95
18 "	121.50	24.91
22 "	119.57	24.60
25 "	120.90	25.115
29 "	125.00	25.80

CHAPITRE IV

**LES CONSÉQUENCES DE LA HAUSSE
DES CHANGES DU 15 MARS**

A. — LA SITUATION POLITIQUE

A partir de ce moment, et pendant plus de 4 mois, les cours des changes cascudent, sans autre direction que celle d'une opinion publique mécontente et parfois surexcitée et qui réagit elle-même bruyamment et parfois violemment à chaque chute nouvelle du franc. C'est en de telles circonstances qu'apparaît, avec toute son importance et toute son ampleur, le rôle tenu dans la fixation des changes « erratiques » par le facteur psychologique, ce dernier étant dominé en toute occasion par le facteur politique.

Tout d'abord, officiellement, il n'y eut rien de changé. Sans doute, le 17 mars, eut lieu au Parlement une séance qui menaça un instant d'être orageuse. Mais, après avoir recherché les causes possibles de la chute du franc, l'opposition se contenta de proposer au Ministre comme remède à la situation, la consolidation de la Dette flottante et l'industrialisation des chemins de fer, mesures en somme qu'exigeaient comme un minimum de garantie les prêteurs étrangers.

Le Ministre, dans sa réponse et dans les déclarations qu'il fit quelques jours après à une réunion de journalistes qu'il avait provoquée, déclara que la réforme monétaire se poursuivait et que rien ne justifiait l'affolement

de l'opinion. Il maintenait son plan. Seul, le taux de stabilisation pourrait être modifié, mais les grandes lignes restaient les mêmes. Il allait bientôt retourner à Londres et poursuivre ses négociations. La stabilisation s'imposait plus que jamais.

C'était d'ailleurs l'opinion générale au Parlement et, malgré l'inquiétude qui gagnait tous les milieux, il y eut à la Chambre et au Sénat, une majorité importante de partisans du Ministère qui, estimant que c'était au Ministre même qui avait entrepris la réforme qu'il appartenait de la mener à bonne fin, lui accordèrent leur confiance.

B. — LES NOUVEAUX PROJETS DU GOUVERNEMENT

§ 1. — *Economies*

Cependant le Ministre chercha à se concilier, au moins partiellement, ses adversaires politiques, en même temps que ses prêteurs éventuels.

Il fut ainsi amené à modifier quelque peu ses projets et en même temps sa méthode de travail. Jusque là, en effet, il avait travaillé seul, ne remettant aux Commissions parlementaires que des projets entièrement mis au point.

Or, dès la fin de février, un arrêté royal avait convoqué une nouvelle Commission des Economies. Réunie le 4 mars sous la présidence du Ministre, elle devait projeter une réorganisation des services publics, en partie d'après les idées mises en avant par la « Ligue de l'Intérêt Public ». Ses conclusions devaient être publiques et son rapport déposé avant le 1^{er} juillet.

§ 2. — *Dette flottante*

Le Ministre des Finances convoqua une autre Commission destinée à étudier la consolidation de la Dette flottante. Le premier fait à noter est que cette Commission était composée des personnalités dirigeantes des grandes Banques dont le Ministre recherchait ainsi la collaboration véritable.

Il a été exposé plus haut (1) que la Dette flottante s'élevait au 30 septembre 1925 à 3.355 millions exigibles à moyen terme et à 5.740 millions à court terme.

Aux environs de cette même époque, le Ministre, faisant connaître ses projets monétaires par une série de conférences, disait volontiers que le problème de la Dette flottante et de sa consolidation ne se posait pas en Belgique puisque la stabilisation avait pour but de raffermir la valeur de la monnaie et, qu'une fois l'opération technique réussie, ce dont il ne doutait pas, il n'y aurait aucune raison pour que l'on ne continue pas à avoir confiance dans l'Etat.

En février, le Ministre avait constaté dans la marche de son plan des résistances auxquelles il était en droit de ne pas s'attendre et c'est pourquoi il fut amené à envisager ce problème, problème essentiellement de confiance, sous un autre aspect, par l'évolution même des événements et peut-être aussi sous l'influence des banquiers Anglo-Saxons.

La défiance qui se produisait alors comportait en effet un danger grave pour la Trésorerie, déjà fort à l'étroit :

(1) Page 76.

d'où des projets en vue d'une consolidation au moins partielle.

Dès la première séance de la Commission de la Dette flottante, tenue le 19 avril, M. Janssen exposa ce qu'il comptait réaliser. Il envisageait l'émission d'un emprunt intérieur de consolidation, dont les titres bénéficieraient d'avantages fiscaux. Cet emprunt serait au moins d'un montant suffisant pour résorber 1.800 millions de Bons du Trésor à 5 ans qui venaient à échéance en décembre 1926. Sur ces bases, la Commission entreprit ses travaux qui devaient aboutir au mois de mai.

§ 3. — *Chemins de Fer*

Enfin, le Gouvernement faisait poursuivre l'étude proposée par les partis de droite et qui soulevait les protestations des socialistes : celle de l'industrialisation des chemins de fer.

Un premier pas avait été fait en leur imposant l'autonomie financière. Il s'agissait maintenant, sous une forme ou sous une autre, d'en retirer des bénéfices.

Il n'était pas encore question de créer une société indépendante, dont les actions auraient pu être souscrites par les porteurs de Bons du Trésor, ce qui en somme aurait abouti à une consolidation. Cette idée, exprimée depuis déjà longtemps dans la presse (1), aurait rencontré trop d'obstacles de nature politique.

(1) Voir notamment l'« Indépendance Belge » des 17-10-25 et 28-10-26.

On se contenta de désigner deux experts, M. Jadot et le Général O. H. Mance, et de les charger de préparer, par un rapport, l'exploitation des chemins de fer par une régie autonome. Ce rapport fut déposé à la fin du mois de mars. Son but était la réalisation de bénéfices à appliquer pour partie au remboursement de la dette flottante.

Après une étude très technique et qui semble s'inspirer du régime des chemins de fer allemands après l'application du plan Dawes, les experts concluaient que cette régie autonome devait d'abord réaliser des économies très sévères, tant en ce qui concerne le personnel que le matériel et procéder sans tarder à un relèvement du tarif, à concurrence de 25 %.

Cette augmentation éventuelle du prix des transports ne pouvait manquer de soulever des protestations très vives dans les milieux commerciaux et industriels, et l'ensemble du rapport, notamment en ce qui concerne la réorganisation du réseau et les économies à réaliser, fut très vivement critiqué, surtout de la part des socialistes. Les deux Ministres Vandervelde et Anseele, dans une réunion du Conseil Général du parti socialiste, le 29 mars, firent valoir les raisons d'ordre budgétaire qui, à leurs yeux, rendaient nécessaire cette mise en régie. Mais leur succès fut très relatif. Cet état d'esprit ne pouvait que rendre plus difficile encore la tâche du Gouvernement.

C. — LA DÉMISSION DU MINISTRE DES FINANCES ET LA CRISE POLITIQUE

Cependant les cours des changes tendaient sans cesse à monter, avec des écarts parfois considérables dans la

même heure pour terminer chaque soir un peu plus haut que la veille. Le prix de la vie augmentait sans cesse. L'opinion publique s'inquiétait et s'irritait. On sentait s'accroître de jour en jour l'hostilité et la méfiance à l'encontre du Gouvernement.

Les conséquences de cet état d'esprit se manifestèrent sous différentes formes, parfois bruyantes (1). De nombreux Bons du Trésor ne se renouvelaient pas — 600 millions pour le seul mois d'avril. La Trésorerie traversait une crise des plus graves, le budget menaçait d'être en déficit.

Au début du mois de mai, le Ministre des Finances présenta ses nouveaux projets. Les Banques lui avaient refusé l'escompte de 500 millions de Bons du Trésor. Son projet de loi tendait à faire rendre au Trésor les sommes déjà remboursées au compte des avances à l'Etat par la Banque Nationale : c'était une inflation de 600 millions.

En même temps était présenté un projet d'emprunt de consolidation, à change garanti, et un projet destiné à adapter à la valeur du franc, les paliers de progression des tranches taxables des revenus, enfin le projet d'une grande commission mixte devant étudier un large plan financier d'ensemble.

Les députés de gauche, c'est-à-dire la majorité, firent bloc autour du Gouvernement de façon quasi-systématique, sans doute plutôt par esprit de parti que par discipline nationale.

(1) Déjà quelques semaines auparavant, le Premier Ministre avait pu mesurer l'impopularité qu'il s'était acquise dans certains milieux, au cours d'une cérémonie militaire qui avait donné lieu à Bruxelles à quelques incidents tumultueux.

Déjà, cependant, le Cabinet se désagréait. Le Ministère de la Défense Nationale était vacant depuis quatre mois et, successivement, en quelques jours, les Ministres des Colonies et de l'Intérieur, MM. Carton et Rollin Jacquemyns, démissionnaient, arguant de la politique fiscale du gouvernement.

La campagne de presse se faisait plus violente. La personne même du Ministre des Finances était visée. Il ne pouvait résister à une poussée quasi-unanime de l'opinion publique. Un discours de M. Franck à la Chambre suffit pour l'exécuter, le 5 mai. Le 6, un différent technique de pure forme, avec l'Administration de la Banque Nationale, lui fut un prétexte suffisant pour démissionner.

Le 11 mai le reste du Cabinet se retirait également.

Le 4 mai le dollar avait atteint 33.25, le franc français dépassant le pair atteignait 104.75; ce jour-là, la livre sautait de 148.20 à 161.90, et le 5 elle dépassait 165 et se maintenait ensuite au-delà de 150 francs.

Le 19 mai, M. Janssen, démissionnaire mais chargé des affaires courantes de son département, faisait adopter par le Parlement, sous forme d'autorisation d'escompte direct de Bons du Trésor par la Banque Nationale, une inflation de 1.500 millions.

CHAPITRE V

**LES CAUSES DE L'ÉCHEC
DU PLAN DE STABILISATION**§ 1. — *La première impression*

Pendant les quelques semaines de trouble et d'agitation qui ont suivi la hausse des changes, chacun voulant tirer la leçon des événements leur trouvait une cause différente et chaque parti politique ne manquait pas d'en tirer des conclusions aussi favorables pour lui que désagréables pour les autres.

C'est ainsi que, recherchant les causes d'abord de la chute du change belge le 15 mars, puis de l'échec définitif et de la démission du Ministre des Finances, on a tout dit, du moins tout ce qu'il était possible d'imaginer.

Maintenant que cette fièvre est tombée, et qu'on peut espérer étudier avec plus de calme ces événements, il peut sembler permis d'énumérer ces propos et ensuite de les classer en essayant de voir où se trouve la vérité.

La première impression au lendemain du 15 mars fut qu'il y avait eu spéculation, que des demandes anormales avaient été assez considérables pour forcer la Banque Nationale à cesser son intervention sur le marché. Le Gouvernement fut le premier à s'en déclarer persuadé et une information judiciaire fut même ordonnée. On chuchotait que telle Banque bruxelloise était compromise et que tel petit agent de change avait reçu en quel-

ques jours des ordres d'achats de \$ se montant à 60 millions.

Finalement, au bout de quelques jours, cette agitation se calma; on cessa de crier au défaitisme financier, l'information judiciaire n'aboutit à rien et le Ministre des Finances dut convenir de l'exactitude de la thèse de l'opposition parlementaire, mise en avant par M. Franck notamment : les industriels et commerçants qui, faisant crédit à la stabilité du franc, n'avaient plus couvert leurs opérations et échéances à l'étranger, apprenant que cette stabilité était compromise, ont cherché à se couvrir au plus vite. Et, d'ailleurs, ces demandes n'ont pas dépassé de beaucoup la moyenne des achats : le 15 mars, la livre avait monté de 14 points. Il fallut attendre la fin du mois de mars pour qu'elle dépasse le niveau de 125, soit 4 francs de plus.

L'opposition parlementaire, libérale surtout, reprocha principalement au Gouvernement de n'avoir rien fait pour consolider la dette flottante. C'était à ses yeux une masse de 5.800 millions qui pouvait être de jour en jour ou de mois en mois demandée en remboursement. D'où une menace constante pour la trésorerie et pour le plan de stabilisation tout entier : où le Trésor aurait-il trouvé des billets en quantité suffisante pour rembourser les sommes demandées, sinon dans l'inflation, ce qui aurait compromis sérieusement la convertibilité ?

On a encore accusé le plan de stabilisation de n'avoir pas tenu compte de la balance des comptes de la Belgique. Cette balance aurait été défavorable et par conséquent elle devait, tôt ou tard, provoquer l'exportation de

toute la réserve d'or ou de devises que pourrait à ce moment posséder le Royaume.

Enfin, parmi les critiques d'ordre technique, il en était encore une qu'on adressait au Ministre : celle d'avoir choisi un taux trop élevé de stabilisation et d'avoir ainsi nuï aux intérêts des exportateurs et par conséquent à la prospérité générale.

La situation politique fut aussi mise en avant comme une des causes sinon comme la cause la plus probable de l'échec du plan : au 15 mars, la situation semblait déjà devenir incertaine, l'inquiétude et de mécontentement se faisaient jour. La défiance croissait et la stabilisation apparaissait à bien des gens avertis comme compromise.

Il est inutile de relever toutes les autres hypothèses, plus ou moins fantaisistes, que des imaginations surexcitées mirent en circulation.

Enfin, une des critiques les plus fondées qui furent adressées au Ministre des Finances, lui reprocha très vivement de n'avoir pas obtenu de signature ferme de la part des banquiers étrangers. Et leurs exigences que le Gouvernement déclarait inacceptables, furent interprétées comme la cause même du mouvement d'opinion qui bouleversa le cours des changes.

Il peut sembler, au premier abord, que la plupart des éléments qui viennent d'être cités ont été plus ou moins directement la source de l'échec du plan monétaire, échec provisoire au 15 mars, définitif ensuite.

Cependant, la première tension observée dans la demande des changes, aux environs du 15 mars, a certainement été provoquée par la lenteur des négociations de Londres, et par conséquent par les exigences des ban-

quiers anglo-saxons. En effet, on s'intéressait beaucoup à ces négociations. On savait que toute l'œuvre de stabilisation reposait sur elles; dès que leur aboutissement parut plus difficile, nombre de gens, comme l'expliquait M. Franck à la Chambre, se couvrirent en devises.

Mais dire que l'échec de la stabilisation est dû aux banquiers réunis à Londres, c'est en somme déplacer la question. Car, enfin, quels mobiles les ont poussés à agir ainsi et à refuser leur concours ?

L'examen plus attentif de la situation en Belgique comme à l'extérieur, permettra de préciser ces raisons.

§ 2. — *La Dette flottante et la Trésorerie*

Dans l'examen rapide des causes de l'échec, la question de la dette flottante paraissait, d'après l'opinion du moment, constituer la plus grande insuffisance technique du plan de stabilisation.

Mais, à cette objection, le Ministre répondait que la stabilisation avait pour but de consolider la valeur du franc par la reprise de la convertibilité et de raffermir la confiance dans les finances de l'Etat désormais saines. Dès lors, les gens qui avaient eu auparavant assez de confiance pour prêter leur argent à l'Etat, n'auraient pas de raison de ne pas lui continuer après la stabilisation cette même confiance. Enfin, disait-il, les Bons du Trésor constituent en Belgique, dans l'esprit de leurs souscripteurs, de véritables placements et sont répartis dans une clientèle de rentiers au lieu d'être, comme le sont par

exemple les Bons de la Défense Nationale en France, de simples titres de Trésorerie et des moyens de paiement.

Il est certain que la Dette flottante pourrait présenter quelque élément d'inquiétude en cas d'un resserrement de crédits, consécutif à la stabilisation, mais ne suffirait-il pas de faire à ce moment-là seulement un emprunt de consolidation dont l'émission profiterait d'une confiance en l'Etat accrue par la bonne réussite de l'opération monétaire ? (1).

Il est indéniable cependant que pendant l'hiver 1925-26 la Trésorerie se trouva parfois à l'étroit. L'exercice 1925 avait laissé quelque déficit et, à partir du mois de février, des demandes de remboursement de Bons du Trésor commencèrent à s'accroître légèrement. Tout d'abord on y fit face au moyen des crédits de change que l'Etat possédait à la Banque et au moyen de placements à l'étranger de Bons du Trésor « à change garanti ». De même, l'Etat eut recours à l'escompte de Bons du Trésor auprès des Banques ou des groupements financiers importants, tel le Boerenbond, véritable confédération de tous les syndicats agricoles catholiques du pays flamand, forte de près de 100.000 familles.

Mais une chose paraît certaine, c'est que, tant que la confiance dans le Gouvernement ne fut pas trop entamée,

(1) Voici encore comment le Ministre posait la question de la Dette Flottante dans l'exposé général du budget pour 1926 :

« Cette politique de réduction de la Dette Flottante le Gouvernement entend la poursuivre avec vigueur... »

Et page 22 :

« La stabilisation de notre devise n'est possible que moyennant une large consolidation de la dette flottante. Mais cette consolidation elle-même ne pourra être réalisée si l'on ne prend pas les mesures qu'exige l'assainissement de notre circulation fiduciaire. De quelque côté que l'on se tourne, on arrive à une même constatation : nécessité absolue de faire un grand effort pour sortir du cercle vicieux où l'on se débat actuellement... »

la situation du Trésor ne fut pas critique. Les difficultés ne s'aggravèrent qu'après la hausse des changes du 15 mars et elles sembleraient être, bien plutôt que la cause, une des conséquences de l'affolement qui en est résulté.

Sans aller si loin, il n'est pas exagéré de dire que les deux phénomènes de la dette flottante et du change ont une base commune : la confiance. Celle-ci disparue, ils suivent des chemins parallèles. En pleine crise, au mois de mai, chaque jour la livre montait de plusieurs points et on remboursait en moyenne 25 millions de Bons du Trésor.

§ 3. — *La balance des comptes*

La balance des comptes est l'ensemble des dettes et des créances exigibles d'un pays. Le solde de cette balance, résultat de la comparaison de ces deux éléments, représente l'importance des sommes que ce pays doit recevoir ou payer. C'est ainsi que la balance des comptes agit sur les quantités de monnaie offertes ou demandées, et par là sur le cours des changes.

Il était tout naturel, devant la hausse des changes, de rechercher si on n'en pourrait découvrir la cause dans un déséquilibre momentané de la balance des comptes.

Cependant, avant d'entreprendre la stabilisation, des travaux avaient été effectués pour essayer de préciser les divers éléments de la balance des comptes belge et pour étudier dans quelle mesure un déficit permanent nuirait à une stabilisation.

On possédait déjà sur ce point les travaux du professeur Baudhuin de l'Université de Louvain, publiés en 1924

dans la Revue Economique Internationale (1) et également une statistique parue vers la même époque dans la Revue « The Index », de New-York.

A vrai dire, comme chiffres certains, on ne possédait que ceux de la balance commerciale (2). Quant aux autres éléments qui entrent en ligne de compte, on en est réduit à des évaluations assez approximatives.

Cependant, les deux travaux désignés ci-dessus, indiquent des chiffres assez proches les uns des autres, mais, dans leur ensemble, d'un optimiste assez marqué.

M. Soudan, dans son rapport à la Chambre des Représentants concernant le projet de la loi sur l'assainissement financier, s'étendit longuement sur ce sujet. Plus près sans doute des réalités que le professeur Baudhuin, il estime le déficit annuel de la balance des comptes à 1 milliard environ, mais ajoute, sans dire pourquoi, que ce n'est pas un danger pour l'œuvre d'assainissement.

Il est inutile de reprendre tous les chiffres donnés et de les comparer pour rechercher les plus probables. Car, il y a dans la balance des comptes d'un pays un élément extraordinairement variable et mobile : elle est dominée dès que ceux-ci prennent quelque ampleur par les mouvements de capitaux, et ces mouvements sont imprévisibles.

Or, au début de 1926, il est probable qu'un déficit avait pu se produire. Il est bien certain que l'emprunt extérieur l'aurait compensé bien au delà et que la balance des comptes aurait été rendue ainsi plus favorable pour

(1) Cf. également « la Structure Economique de la Belgique » 1926.

(2) Voir Supra, p. 24.

longtemps. Cette rentrée de devises et de crédits ne s'étant pas produite, le déséquilibre momentané que l'on voulait éviter s'est manifesté; il n'a pu ensuite que s'aggraver lorsque la hausse des changes du 15 Mars a produit toutes ses conséquences : perte de confiance et fuite de capitaux. Il semble que c'est en ce sens seulement que l'état de la balance des comptes eut une influence, uniquement parce que l'emprunt extérieur n'a pas été conclu.

§ 4. — *Taux de stabilisation*

Quant au taux de stabilisation, il semble bien que sa responsabilité ne soit qu'indirecte dans les événements du 15 mars. Il est probable qu'il n'en a eu aucune dans l'échec définitif. Ce taux n'était d'ailleurs qu'assez approximativement fixé avant et, par la suite, il devint beaucoup plus indéterminé.

Pendant toute la période de confiance et jusqu'au vote des projets de stabilisation, la Banque Nationale n'a pas éprouvé de grandes difficultés à maintenir le cours de la livre entre 106 et 107 francs. Et même le bruit courait, à un certain moment, qu'abandonné à lui-même le franc remonterait aux environs de 103, pour 1 £. La Banque Nationale en profita pour reconstituer, dans la mesure du possible, les crédits qu'elle avait engagés au début de l'opération pour dissocier le franc belge du franc français.

Le taux du change qui devait être le taux de dévaluation, semblait se maintenir naturellement au même niveau et correspondre à peu près aux besoins économiques du pays. L'encaisse métallique ou en devises de la Banque,

une fois l'emprunt conclu, aurait été largement suffisante, le pays s'adaptant facilement aux nouveaux prix qui en étaient le résultat. Sans doute, un certain malaise commercial commençait à s'étendre aggravé par la concurrence française que favorisait un change bas, mais qui se serait nécessairement produit au bout d'une certaine période avec toute stabilisation, quel qu'en ait été le taux.

§ 5. — *La situation politique*

Les retards successifs apportés à la discussion et au vote des projets monétaires ne pouvaient avoir une influence très heureuse. La hausse des prix, quelques faillites, donnèrent de l'inquiétude. L'application de nouvelles lois sociales ajoutant encore aux charges des industriels, la répartition des nouveaux impôts, à la suite des dégrèvements démocratiques (1) firent beaucoup de mécontents. D'où, le succès de la Ligue de l'Intérêt Public faisant campagne contre « l'envahissement socialiste ».

En Mars, c'était dans tous les milieux l'incertitude, le désappointement, parfois le mécontentement. Il y avait un véritable divorce entre le Parlement et l'opinion publique. Le Gouvernement apparaissait comme timide, hésitant, et, sur bien des points, divisé. Les Ministres étaient parfois violemment pris à partie. Voici ce qu'écrivait le 12 Mars, le « xx^e siècle ».

« Le malheur veut que l'opération Janssen se fasse « dans une atmosphère déplorable. Et M. Pouillet, le pre-

(1) On a calculé qu'en 1925 les abattements à la base et les dégrèvements avaient, sur un total de 2.765.000, exempté d'impôts 265.000 contribuables.

En 1926 l'exception devait porter sur plus de 1.500.000. Cf. *Revue Politique et Parlementaire*, 1926, p. 474.

« mien Ministre, nous permettra de lui dire que le grand
« coupable de cet état de chose n'est autre que lui-même.
« Parce qu'il n'a pas su parler au pays, parce qu'il n'a su
« faire aucun geste inspirant confiance, parce qu'il appa-
« raît à tort ou à raison, comme faible et comme manœu-
« vré, toute la bourgeoisie, toute la classe possédante,
« le commerce, l'industrie, l'épargne, tous ceux dont pré-
« cisément le concours est nécessaire pour l'opération de
« grand style qu'exécute son Ministre des Finances, con-
« sidèrent que M. Pouillet, au lieu d'être le drapeau que
« l'on suit, est l'obstacle devant lequel beaucoup hési-
« tent ».

Et ces lignes sont à rapprocher de ce qu'écrivait au même moment M. Germain-Martin, professeur à la faculté de Droit de Paris, dans le *Moniteur des Intérêts Matériels* du 16 Mars 1926 :

« La stabilisation est très difficile dans un état d'in-
« certitude politique. Les meilleures théories financières,
« les méthodes les plus étudiées demeurent lettre morte
« devant les décisions des parlementaires gouvernés uni-
« quement par des conflits politiques ».

On ne pouvoit guère accorder, de l'étranger, aide et soutien à un Gouvernement incertain, irrésolu et critiqué à point. Dès lors, tout emprunt était impossible et toute stabilisation également.

Ainsi il apparaît très nettement que ce sont les facteurs psychologiques et leur conséquence immédiate, le manque de stabilité politique qui ont été les causes essentielles et déterminantes de l'échec de la première tentative de stabilisation.

§ 6. — *Les facteurs indépendants de la Belgique*

Cependant d'autres facteurs ont joué un rôle peut-être assez considérable sur l'attitude des prêteurs éventuels. Et dans cet ordre d'idées, il faut citer d'abord le mauvais état du marché mondial des capitaux, à ce moment. Un emprunt italien venait d'échouer à New-York et le marché américain subissait en Février une crise assez violente.

Enfin, à côté des considérations propres aux marchés financiers, il en est d'autres qui pouvaient avoir des répercussions fâcheuses. L'Angleterre allait alors au devant de la grève des mineurs ; de son côté la situation politique française n'avait rien de très encourageant pour des capitalistes en quête de placement et le sort du franc français pouvait causer les plus légitimes appréhensions. Et là encore, il est très possible que la Belgique ait pâti de l'insécurité politique et monétaire de la France.

Toujours est-il que la crise des changes une fois déclanchée, un des phénomènes les plus curieux à constater a été de voir la tendance immédiate du franc belge à revenir à peu près à la parité du franc français, et les deux monnaies, de nouveau solidaires, subir sensiblement les mêmes fluctuations.

TROISIÈME PARTIE

La Deuxième Stabilisation ⁽¹⁾

CHAPITRE I

LA SITUATION AU MOIS DE MAI 1926 ET LA FORMATION DU NOUVEAU MINISTÈRE

La démission de M. Janssen, connue dès le 7 mai, rendait inévitable la retraite du cabinet tout entier. Elle se produisit le 11. Dès lors commencèrent les difficultés politiques pour constituer un nouveau Ministère.

Dans le désarroi général, un fort mouvement d'opinion s'était dessiné en faveur d'un cabinet d'affaires, composé de personnalités prises en dehors du Parlement et qui auraient eu comme but unique le rétablissement de la situation financière.

C'était notamment la formule des libéraux qui ne se souciaient guère d'une collaboration avec les autres partis,

(1) On pourrait faire quelques réserves sur l'exactitude de cette expression, le plan de M. Janssen n'ayant en fait jamais été mis en application ; c'est elle cependant qui dès le premier jour s'est trouvée consacrée en Belgique par le langage courant et notamment par la Presse pour désigner la réforme monétaire entreprise et réalisée sous la direction de M. Franqui.

formule à laquelle ils attribuaient la responsabilité de leurs déboires électoraux.

Mais le parti socialiste détenait quatre portefeuilles dans le Cabinet précédent. Il entendait les garder. Etant donné le nombre de ses Représentants au Parlement, on ne pouvait se passer de ce parti. On négocia.

M. Brunet, Président de la Chambre, Socialiste, essaya de constituer, sans y parvenir, un Ministère d'union.

Après quelques jours, l'ancien Gouvernement qui expédiait les affaires courantes, était contraint de faire voter l'inflation de 1.500 millions, le 19 Mai. Alors, la situation étant de ce fait rendue nette, personne ne voulut prendre la responsabilité de prolonger la crise ministérielle dans des conditions aussi fâcheuses et on se rallia à un Ministère groupant, sous la présidence de M. Jaspar, des représentants des trois partis.

Le Cabinet fut constitué le 21 mai. Le 22, le Roi jugeait nécessaire de faire, sous forme d'une lettre publique adressée au nouveau Premier Ministre, un véritable appel au peuple, appel qui était une invitation au calme et à l'union.

Etant donné l'extrême gravité de la situation, on avait, en quelque sorte, divisé les attributions du Ministère des Finances en deux. Le Baron Houtart, rapporteur du budget au Sénat depuis de longues années, fut nommé Ministre des Finances. Mais il lui fut adjoint, en qualité de Ministre sans Portefeuille faisant fonction de Ministre du Trésor, un collaborateur de premier plan, M. Franquî, un des plus prodigieux hommes d'action de la Belgique moderne, qui devait être le véritable animateur de l'assainissement financier.

Sa personnalité est remarquable, sa carrière témoigne d'une énergie, d'une activité et d'états de services peu communs. Parti à 19 ans au Congo, il collabore à l'œuvre de Léopold II, puis après avoir été pendant quelques années un des pionniers de l'expansion économique belge en Chine, il revient en Belgique, où il prend vite une place importante dans le monde de la finance. De 1914 à 1918, il préside de façon dictatoriale le Comité National de Secours et d'Alimentation, enfin Ministre d'Etat, et Vice-Gouverneur de la Société Générale de Belgique, une des plus importantes Banques d'affaires du pays, il avait été tout récemment l'un des experts représentant la Belgique au Comité d'où était sorti le plan Dawes et il était membre de la Commission de la Dette Flottante. Aussi connaissait-il parfaitement la situation financière, nationale et internationale.

Son nom avait été mis en avant lorsqu'il s'était agi de constituer un Ministère extra-parlementaire. On a vu que des raisons politiques s'y étaient opposées.

M. Franqui n'accepta son poste que par sentiment du devoir. Il se tint toujours éloigné des intrigues de la politique. Il préféra n'avoir aucun contact avec le Parlement et, sauf le jour de la déclaration ministérielle, il dédaigna d'y paraître.

Dès le début, il déclara qu'il voulait uniquement bâtir et appliquer une méthode de redressement financier et qu'il démissionnerait au bout de 6 mois. Le plus bel éloge qu'on puisse lui décerner c'est de constater qu'il tint parole.

Pourtant la situation des finances publiques était des plus critiques, le coût de l'expérience du précédent Minis-

rière atteignant, d'après les évaluations, 90 millions de dollars (1). Le meilleur et le plus rapide exposé qu'on puisse faire de cette situation est de citer un passage de la lettre de démission que M. Franqui adressa au premier Ministre M. Jaspar, au moment de sa retraite, en Novembre 1926.

A ce moment, bien des choses étaient connues ou pouvaient être dites sans inconvénient, ignorées au mois de Mai ou dont la divulgation eût risqué d'entraîner alors les plus fâcheuses répercussions dans l'opinion. Voici ce passage :

« Au 22 Mai 1926, le Trésor Public était entièrement vide, en outre, plus de 600 millions de francs avaient dû être prélevés sur le crédit d'inflation, ouvert par la loi du 19 Mai 1926 pour faire face aux retraits croissants de Bons du Trésor qui, à cette époque, atteignaient jusqu'à 25 millions de francs par jour.

« L'Etat avait, à cette date, un débit total de près de 6 milliards et demi de francs à la Banque Nationale qui, pour les besoins de la Trésorerie, était chaque jour obligée d'augmenter l'inflation.

« D'autre part, nous nous trouvions en présence d'une dette de 6 milliards 346 millions de francs, remboursable à diverses échéances avant le 31 décembre 1926 (2) et d'une dette flottante extérieure, exigible dans les mois à suivre, de 54 millions de \$, somme qui, au cours du change,

(1) Discours de M. Franck à la Chambre, le 4-5-26.

(2) Cette dette intérieure se décomposait en :
Bons du Trésor remboursables avant le 31-12
Bons de Caisse dits monétaires, en circulation

4.466 millions
1.889 millions

Total

6.346 millions

représentait un montant en francs équivalent à près de 2 milliards de francs.

« Cette dette flottante extérieure constituait une menace permanente d'autant plus redoutable qu'à défaut de remboursement des Bons extérieurs à leurs échéances, le pays risquait de se trouver dans une situation inextricable, par le fait de ces créanciers qui auraient pu réclamer des garanties réelles et même le transfert à leur profit de l'or que détenait la Banque Nationale. En effet, dans les contrats intervenus le 16 octobre et le 2 décembre 1925, entre les établissements étrangers prêteurs et la Banque Nationale pour l'ouverture de crédits de 55 millions de \$, il était stipulé que ce remboursement s'effectuerait éventuellement par un prélèvement sur l'encaisse or de notre établissement d'émission et le Ministre des Finances qui était partie intervenante à ces contrats, s'engageait à ne pas interdire l'exportation de l'or à cette fin.

« Dans la suite, ces crédits avaient été remplacés en partie par des Bons à change garanti, entraînant pour la Banque et le pays le même risque.

« Or, 55 millions de Dollars équivalaient à 286 millions de francs-or, c'est-à-dire à une somme égale à la totalité de l'encaisse or que la Banque Nationale faisait figurer à cette époque dans sa situation hebdomadaire.

« Quant au budget il menaçait de se déséquilibrer de plus en plus par suite de l'augmentation de ses charges, conséquence naturelle de la baisse de notre franc, dont la valeur allait toujours en s'avalissant pour ne plus trouver preneur en juin-juillet que sur la base de 237 francs à la livre.

« La confiance avait disparu de tous les milieux, peut-on dire; aussi, le Consolidé 6 % était-il tombé à moins de 55 francs.

« Le Gouvernement n'a pu alors révéler toute la gravité de cette situation : une telle communication aurait eu pour effet de transformer en panique l'inquiétude qui se manifestait un peu partout, surtout celle de nos créanciers, tant intérieurs qu'extérieurs, et de précipiter la catastrophe imminente, c'est-à-dire la chute du franc à zéro.

« Au lieu de s'attacher à dénoncer les causes du mal dont la constatation aurait été de nature à ébranler une confiance moins solide que celle de tous les Membres du Gouvernement, nos Collègues et nous, avons préféré prendre des mesures immédiates pour y remédier ».

CHAPITRE II

**LES GRANDES LIGNES DU PLAN FRANQUI
ET LA LOI DES PLEINS POUVOIRS**

Les mesures qui s'imposaient d'urgence devaient avoir pour but essentiel et final la stabilisation. Cette réforme, en effet, devant la chute graduelle de la monnaie nationale, s'imposait plus que jamais. Or, si on met à part le vote des nouveaux impôts, des mesures prises dans cette intention par le Ministère précédent, aucune ne subsistait (1). Aucune décision n'avait même été mise en vigueur. L'Arrêté Royal qui devait rendre la stabilisation légale n'avait pu être pris. Tout était à refaire sur des bases nouvelles et dans des conditions différentes.

Les circonstances pouvaient pourtant sembler aussi défavorables que possible; tant pour les raisons nationales exposées que pour des causes internationales : grève de mineurs anglais, crise politique et financière en France, c'était un écroulement : le 1^{er} juin la Livre cotait 157.50, le 30 juin elle était à 173, le 5 juillet à 186, le 10 juillet elle dépassait 200 fr. belges. Dans la journée du 12, en bourse officielle, elle passait entre 10 h. du matin et midi, de 216 à 226,50. Hors bourse elle atteignait 237 fr., tandis que le \$ dépassait 45 francs. Le 20, elle était encore entre 215 et 220.

(1) Excepté toutefois les mesures de caractère international, plus ou moins indépendantes en fait de la stabilisation : telle la question des dettes interalliées, réglée par la Convention de Washington d'abord (18 août 1925) et ensuite par la Convention de Londres (décembre 1925). Enfin on peut encore citer la dénonciation de l'Union Latine (déc. 1925).

Les nombres indices des prix augmentaient : celui des prix de gros, pour le mois de juillet atteignit 876. L'évasion des capitaux s'amplifiait, les Bons du Trésor n'étaient plus renouvelés : 400 nouveaux millions devaient être remboursés en l'espace de 6 semaines.

Mais de l'excès même du mal, naquit le remède. L'opinion publique et même l'opinion parlementaire, dans le désarroi de ces journées-là, étaient prêtes à accepter n'importe quelle solution, n'importe quelles conditions même les plus sévères, pour éviter tout dépréciation nouvelle. C'est ainsi que, sous la pression des événements, fut adoptée par le Parlement et accueillie par l'opinion avec une satisfaction non dissimulée, la loi dite « des Pleins Pouvoirs », adoptée par la Chambre des Représentants le 13 juillet, promulguée le 16, en pleine crise des changes. Cette loi laissait le Gouvernement maître de prendre, pendant une période de six mois, toutes mesures utiles en matière financière ou monétaire.

Mais la simple lecture de son texte montre qu'en réalité les « pleins pouvoirs » étaient assez limités puisque tous les cas d'intervention royale sans avis du Parlement étaient limitativement énumérés. Voici le texte de cette loi :

« En vue de poursuivre le relèvement financier du pays et la préparation de la stabilisation monétaire, le Roi peut, pendant un délai de six mois, par des arrêtés délibérés en Conseil des Ministres :

« Modifier ou compléter toutes dispositions concernant la circulation fiduciaire ;

« Contracter des emprunts, en régler les modalités, établir toutes exemptions fiscales y afférentes, et prendre

toutes mesures aux fins d'arrêter ou de réduire l'inflation, de parer aux conséquences de celle-ci et d'assurer le rapatriement des capitaux;

« Exercer un contrôle rigoureux sur le commerce des devises étrangères;

« Approuver toutes modifications, dérogations ou additions, aux statuts, de la Banque Nationale qui seraient requises pour la réalisation des objets prévus par le présent article;

Affecter de coefficients de majoration, les droits, taxes et impôts de toute nature, de manière à maintenir, s'il y a lieu, le niveau de leur rendement;

« Reconnaître la validité des stipulations sur la base de l'or dans tous les actes publics ou privés;

« Prescrire toutes règles propres à rétablir la fixité des évaluations portées aux inventaires et bilans;

« Procéder à des aliénations de biens domaniaux;

« Régler la liquidation, la vente et la disposition des biens des ressortissants ex-ennemis mis sous sequestre;

« Prendre toutes mesures destinées à réprimer les avis ou informations de nature à ébranler le crédit de l'Etat;

« Prendre toutes mesures relatives au ravitaillement de la population et à la réduction de la consommation des produits de luxe ».

« Les contraventions aux Arrêtés pris en vertu de la présente loi sont punies de peines correctionnelles, à moins que l'Arrêté ne dispose que la sanction est réduite aux peines de police ou qu'il y ait lieu à application des lois fiscales.

« A l'expiration du délai de six mois, il sera fait rapport aux Chambres sur les mesures prises par le Gouvernement, en vertu de la présente loi ».

Ainsi en dépit des apparences, cette loi, au point de vue constitutionnel, ne constituait en somme qu'une délégation de pouvoirs et le Gouvernement aurait des comptes à rendre ultérieurement.

Néanmoins, ce vote fut considéré comme un acte particulièrement énergique du Gouvernement. Il fit une grande impression sur l'opinion publique et la rassura ainsi quelque peu. De plus, la loi des pleins pouvoirs permit d'éviter les lenteurs et les discussions inhérentes au régime parlementaire et qui auraient risqué d'entraver la mise à exécution ou d'atténuer l'efficacité des mesures à prendre. Elle donna au Gouvernement la possibilité d'agir seul et d'agir vite.

Alors, un revirement se produisit sur le marché des changes, le cours de la Livre redescendit du cours de 198 le 29 juillet au cours de 175,25 le 5 août, puis après une nouvelle pointe en septembre jusqu'à 186,50 sembla tout naturellement se stabiliser aux environs de 175 francs. Quant au dollar, il descendit le 29 juillet à 40,66 pour arriver aux environs de 36 — dès le 5 août.

Ainsi qu'on a pu en juger, le nouveau Ministère, après avoir collaboré avec les Chambres, a pris nettement position pour imposer d'autorité son plan sans discussion préalable devant le Parlement.

Dès leur arrivée au Pouvoir, les 2 Ministres des Finances et du Trésor se mirent au Travail pour la mise au point de l'action à entreprendre. Au lieu d'aborder tous les obstacles de front, comme l'avait fait leur pré-

décesseur, MM. Houtart et Franqui voulurent les franchir un à un, sériant les questions avec une méthode sûre et rigoureuse, s'inspirant de la toute récente expérience.

M. Franqui s'appliqua tout d'abord à rétablir les finances de l'Etat qui couraient un double danger, du fait du budget qui menaçait d'être en déficit et de la dette flottante intérieure et extérieure.

C'est pourquoi, on commença dès le 7 juin par le vote de nouveaux impôts destinés à l'amortissement de la dette. Puis, comme les demandes de remboursement de Bons du Trésor continuaient, le Gouvernement ayant mis en régie les Chemins de Fer, mobilisa, sous forme d'actions l'énorme capital qu'ils représentaient, procéda à la consolidation forcée ou à l'aménagement de la dette flottante intérieure, échangeant les Bons du Trésor remboursables avant le 31 décembre 1926 contre des actions de la nouvelle « Société Nationale des Chemins de Fer Belges ».

Désormais tranquille, et pour cause, au sujet des prochaines échéances, le Gouvernement put se préoccuper du problème monétaire proprement dit. Pendant le reste de l'été, ce furent des négociations avec des prêteurs étrangers éventuels, puis la réalisation de l'emprunt de stabilisation des 100 millions de Dollars. La Banque Nationale fut réorganisée, son bilan transformé. Enfin, le taux de stabilisation — lisez de dévaluation — fut fixé. L'opération avait été menée en cinq mois. L'arrêté Royal consacrant la réforme monétaire est daté du 25 octobre 1926.

CHAPITRE III

L'ASSAINISSEMENT DES FINANCES DE L'ETAT

§ 1. — *Les premières mesures*

Le Gouvernement, dès la lecture de la déclaration ministérielle, le 25 mai, indiqua dans ses grandes lignes le programme qu'il s'était tracé et dont la réalisation immédiate lui paraissait indispensable.

Au cours de déclarations publiques successives, soit au Parlement, soit aux représentants de la Presse, il fut amené à préciser quelque peu ses projets. Les uns, d'ordre assez général, consistaient en un programme d'économies et de restrictions, tant pour l'Etat et ses Administrations que pour le pays tout entier. Les autres, avaient un caractère plus strictement financier et visaient à diminuer les charges de la dette publique par la constitution et la mise en œuvre d'un « Fonds d'Amortissement ».

A. — MESURES D'ORDRE GÉNÉRAL

Ces mesures étaient de deux sortes : économies nouvelles dans les services de l'Etat, restrictions pour l'ensemble du pays.

Leur adoption et leur mise en œuvre répondent à un double but : le maintien de l'équilibre budgétaire et la réduction de la consommation intérieure dont les consé-

quences logiques devaient être un ralentissement de la hausse des prix et une influence modératrice sur le déficit de la balance des comptes.

Le Comité du Trésor et la compression des dépenses

La première mesure prise ayant pour but la compression des dépenses de l'Etat fut l'institution par un Arrêté Royal daté du 26 mai, par conséquent du lendemain de la présentation du Ministère devant les Chambres, d'un Comité du Trésor composé de trois Ministres seulement, MM. Franqui et Houtart respectivement Ministre des Finances et du Trésor et M. Wauters, Ministre de l'Industrie, du Travail et de la Prévoyance Sociale.

Ce Comité devait avoir pour tâche de contrôler les dépenses de l'Etat et, un mois plus tard un Arrêté Royal du 26 juin organisa l'exercice de sa mission qui revêtit une importance particulière en matière de travaux publics ou de subsides : pour permettre à la Trésorerie de faire face à ses obligations, il fut décidé de suspendre l'exécution de tous les travaux publics non urgents et l'octroi des subsides fut soumis à l'approbation expresse du Comité du Trésor.

Il ne faut d'ailleurs pas exagérer la portée de ces décisions, prises à un moment critique vraisemblablement autant pour impressionner la foule que pour réaliser des économies substantielles. Celles-ci semblent n'avoir été en ce qui concerne les chapitres des subsides et des travaux publics que de 25 millions entre le 1^{er} juin et le

1^{er} décembre 1926 (4). Il est vrai qu'il faut ajouter à ce chiffre, celui qu'il est impossible de déterminer, des propositions de dépenses que les départements ministériels n'ont pas fait parvenir au Comité, sachant d'avance qu'il les écarterait.

Quant aux dépenses de l'Administration proprement dites, le Gouvernement a poursuivi l'effort déjà fait précédemment en ce sens. Près d'un millier de fonctionnaires eurent leur emploi supprimé ou furent mis en disponibilité. Le recrutement fut pratiquement arrêté.

Enfin la « Commission Technique » continuait lentement l'étude de la réorganisation des services administratifs.

Un rapport présenté beaucoup plus tard, le 2 février 1927, aux Chambres par le Gouvernement affirme qu'en tenant compte de l'augmentation de l'index-number depuis 1926, le budget de 1926 étant basé sur l'index 503 et celui de 1927 sur l'index 750, l'ensemble des dépenses purement administratives de l'Etat est en diminution réelle de 463 millions, soit de 17 %.

Les Restrictions

Les mesures que prit presque immédiatement le Gouvernement dans le but de provoquer une réduction de la consommation et, par là même, une amélioration dans la balance des comptes belge, sont assez diverses. Elles ne furent appliquées, pour quelques unes du moins, que d'une façon assez passagère. Là aussi le but principal à

(1) Rapport présenté par le Gouvernement aux Chambres le 2 février 1927.

atteindre semble avoir été de frapper les esprits, de leur faire apercevoir la gravité de la crise, de montrer l'énergie du Gouvernement.

Ces mesures, d'abord assez anodines, furent singulièrement aggravées au moment de la crise aigüe de Juillet, pour être ensuite quelque peu atténuées.

Il suffira d'énumérer rapidement quelques exemples des décisions prises par le Gouvernement. Celle qui a produit l'impression la plus considérable se rapportait au blutage de la farine dont le taux était porté à 82 % et qu'on disait assurer une économie d'un demi million par jour sur les importations. Mais les cours du blé diminuant, cette économie diminua également, si bien qu'au bout de quelques semaines, cette mesure fut rapportée. Dès le 10 septembre 1926 le taux de blutage était ramené à 75 %.

De même, l'exportation des céréales, farines, sucre, charbons fut sévèrement règlementée.

Le Ministre des Finances prit des mesures tendant à réduire la consommation de tous les produits de luxe, notamment au moyen des impôts indirects ou encore par la fermeture à certaines heures des établissements publics où se consomment des « produits de luxe particulièrement chers ».

Les tarifs des Chemins de fer devaient être majorés de 10 % et les tarifs spéciaux de 20 %.

Enfin, on projetait de transformer en société industrielle les Télégraphes et les Téléphones.

B. — LE FONDS d'AMORTISSEMENT ET LES NOUVEAUX IMPOTS

Un des principaux projets du Gouvernement, annoncé dès la déclaration ministérielle et déposé sur le bureau de la Chambre des Représentants le 3 juin concernait l'amortissement de la dette publique.

Cette dette, intérieure et extérieure, flottante ou consolidée, avait augmenté dans les proportions énormes exposées ci-dessus. Dans la période de crise qu'on traversait alors, il importait de rassurer les créanciers de l'Etat, notamment les porteurs de Bons du Trésor.

L'amortissement de la dette paraissait une mesure en tous points excellente à prendre; encore fallait-il trouver les ressources nécessaires à son organisation d'abord et ensuite garantir aux créanciers de l'Etat que ces ressources resteraient bien affectées à l'amortissement et qu'elles ne seraient pas détournées de leur destination première.

C'est dans ce but que fut créé, par la loi du 7 juin 1926, le « Fonds d'Amortissement de la Dette Publique ». Ce « Fonds » est un organisme autonome doté de la personnalité juridique qui, sous la direction d'hommes particulièrement compétents appartenant aux milieux de la haute Administration, de la Finance de la Politique, a repris en somme, mais singulièrement étendues, les attributions de l'ancienne Caisse d'Amortissement établie par la loi du 15 novembre 1847.

Son champ d'action, d'après la loi qui l'a créé, englobe d'une part la gestion « des dotations ordinaires destinées, conformément aux lois et contrats d'emprunts, au rachat ou au remboursement par voie de tirage au

sort des titres de la dette consolidée » et, d'autre part, la gestion des « ressources spéciales affectées par la loi à la réduction de la dette publique générale, tant intérieure qu'extérieure, tant à long terme qu'à court terme ».

Ainsi le Fonds d'Amortissement se trouvait dès son origine, chargé de deux catégories d'opérations :

1° Il assumait l'amortissement de la dette consolidée au moyen des dotations ordinaires figurant au budget de la dette publique. Cet amortissement devait s'étendre à la presque totalité des emprunts consolidés émis par l'Etat, avant et après la guerre, tant en ce qui concerne la dette intérieure directe ou indirecte que la dette extérieure (1).

Pour chacun de ces emprunts les dotations d'amortissement ont été fixées par les contrats originels avec les banquiers qui les ont émis ou les lois et Arrêtés Royaux qui ont réglé les modalités des souscriptions publiques. Ces dotations sont basées sur le capital émis, elles sont de 0,30 à 0,50 % du capital considéré. Elles s'accroissent en général, chaque année, des intérêts correspondant au capital amorti : la dotation augmente donc avec l'ancienneté de l'emprunt.

2° Il assumait l'amortissement de la « dette publique en général ». C'était là l'innovation. A ce titre, son but était de « restaurer le franc et de liquider les engagements à court terme de l'Etat » (2).

(1) Sauf en ce qui concerne les dettes de guerre et d'après-guerre vis-à-vis des Pays-Bas (46 millions de Florins), de la Grande-Bretagne (9 M. de £ d'après l'accord de Londres) et des Etats-Unis (d'après la Convention de Washington, 171 M. de \$ + 246 M. de \$ = 417 M. de \$) qui ne sont pas placés dans le public et dont l'amortissement est supporté directement par le Trésor.

(2) Déclarations du Ministre des Finances, Baron Houtard. Séance de la Chambre du 1^{er} juin 1926.

Aussi, dans la pensée du Gouvernement, sa première tâche devait être de résorber le récent crédit d'inflation ouvert par la Banque Nationale en vertu de la loi du 19 mai précédent, puis de s'attaquer à la dette flottante.

Pour entreprendre avec quelques chances de succès un pareil programme, il fallait disposer de ressources considérables. C'est pourquoi, en même temps, le Gouvernement demanda au Parlement d'assurer au Fonds d'Amortissement les dotations indispensables et c'est ainsi que des lois des 7 et 8 juillet lui attribuèrent des revenus de diverses provenances :

1° Tout d'abord, il reçut le produit éventuel d'aliénations extraordinaires, et d'immeubles domaniaux et de biens sous séquestre. C'était la conséquence logique des idées d'économies que le Gouvernement essayait alors de réaliser. En fait, les sommes produites ainsi et remises au Fonds d'Amortissement, ont été tout à fait minimes dans le premier mois de l'institution (1).

2° Il fut décidé ensuite que le Fonds d'Amortissement ayant la personnalité civile, serait capable de recevoir des legs ou des dons sous forme de contributions volontaires. Lui furent également attribués les dons et legs faits à l'Etat sans affectation spéciale. Là encore, les revenus qu'on pouvait attendre de cette disposition étaient peu importants (2).

(1) Avant le 31 décembre 1926, il a été versé au Fonds, 1.887 fr. 25 provenant d'une vente de matériel désaffecté. Du 1^{er} au 15 mars 1927, le Fonds a reçu, du chef d'opérations de 1926, 5.778.157 fr. 14. Voir le rapport du Conseil d'Administration du Fonds d'Amortissement pour 1926, publié au Moniteur du 8 avril 1927.

(2) Il a été versé en fait à ce titre jusqu'au 1^{er} janvier 1927, en espèces : 1.578.720 fr. ; en titres (Valeur nominale) : 2.932.300 fr.

Les nouveaux impôts

3° Les deux premières catégories de ressources ne pouvaient guère être prises en considération. Aussi le projet gouvernemental indiquait-il que de nouveaux impôts étaient nécessaires pour être affectés au Fonds d'Amortissement. Il proposait, pour une durée de 4 ans, une contribution annuelle extraordinaire d'un minimum de 1.500 millions de francs. Ainsi, en peu de temps, la situation de la Trésorerie pourrait être entièrement assainie.

Cette somme fut obtenue au moyen d'un remaniement général des impôts déjà existants qui furent ainsi presque tous relevés.

Mais ce fut aux impôts indirects qu'on eut principalement recours. Deux motifs principaux expliquent cette attitude du Gouvernement.

Il fallait des ressources immédiates et qui puissent suivre les fluctuations éventuelles des prix et par conséquent de la valeur de la monnaie. Il était, d'autre part, vraiment difficile d'augmenter de nouveau les impôts directs qui semblaient avoir atteint les limites extrêmes de la faculté des contribuables. Enfin, les impôts indirects pouvaient également être employés sans atteinte à la justice fiscale en taxant davantage les dépenses de luxe.

C'est ainsi que la plus grande partie des sommes jugées indispensables fut demandée aux impôts indirects par les deux lois successives des 7 et 8 juin 1926. L'une concerne les taxes sur les jeux, sur les spectacles, sur les automobiles, l'autre concerne les taxes de transmission,

de facture et de luxe. D'autre part, les droits de douane furent relevés. Enfin, la contribution foncière fut également modifiée.

Le vote de ces impôts par le Parlement fut rapide, les événements se chargeant autant que les Ministres d'en démontrer la nécessité. Néanmoins, il faut signaler ici que le parti socialiste, pris ici dans un conflit entre sa doctrine et les intérêts du pays, n'hésita pas et sans aucune difficulté vota les projets gouvernementaux.

On avait beaucoup espéré de ces impôts nouveaux, sans doute trop; on pensait que leur vote arrêterait au moins en partie la crise des changes. Dès leur mise en application, ils rentrèrent bien; quelques mois plus tard on put même constater qu'ils allaient dépasser les prévisions (1).

Mais sur le moment ils apparurent comme des palliatifs insuffisants et la crise continua à se développer.

Malgré le vote de la loi des pleins pouvoirs cinq semaines plus tard, les renouvellements de Bons du Trésor se faisaient toujours trop rares. Au contraire, les demandes de remboursements continuaient. Pendant le seul mois de juillet, leur montant s'éleva à 300 millions. Elles finirent par constituer un véritable danger pour la Trésorerie; les ressources manquaient pour y faire face. On dut recourir au crédit d'inflation de la loi du 19 mai. Mais, à la fin de juillet, ce crédit, épuisé jusqu'à concurrence de 1 milliard 025 millions, menaçait de devenir

(1) Cf. Rapport du Conseil d'Administration du Fonds d'Amortissement à ce sujet : « sur l'excédent probable, le Trésor a fait en mars 1927 un versement provisionnel de 100 millions de francs au Fonds d'Amortissement ».

rapidement insuffisant. Il était indispensable, si l'on voulait éviter la catastrophe, d'empêcher toute nouvelle inflation et de mettre fin d'urgence à cette situation.

§ 2. — *La Société Nationale des Chemins de Fer belges et la Consolidation de la Dette flottante*

A. — LA SOCIÉTÉ NATIONALE DES CHEMINS DE FER BELGE
SA CONSTITUTION

Dès le 23 juillet, le Gouvernement s'inspirant notamment de l'exemple de l'application du plan Dawes aux chemins de fer allemands, à laquelle avait collaboré M. Franqui, et comme suite aux études poursuivies sous le gouvernement précédent, avait fait voter par le Parlement la constitution en Société anonyme du réseau des chemins de fer de l'Etat belge, sous le nom de « Société Nationale des Chemins de Fer Belges ».

Il n'y avait pas là une aliénation du domaine de l'Etat, mais simplement une concession : l'Etat faisait apport à la nouvelle société du droit d'exploiter son réseau pendant 75 ans. Il se réservait de reprendre ce droit au bout de 21 ans.

Le capital de la Société a été fixé par évaluation à 11 milliards de francs. Il était représenté par 10 millions d'actions ordinaires de 100 francs chacune, et par 20 millions d'actions dites « privilégiées » de 500 francs chacune. Toutes ces actions étaient attribuées à l'Etat en échange de son apport.

En principe, ces actions devaient être émises dans le public. Ainsi l'Etat se serait procuré des capitaux considérables.

Mais des précautions ont été prises pour que, dans tous les cas, l'Etat conserve son autorité sur le réseau.

Les actions ordinaires, en effet, étaient nominatives et inaliénables. Par conséquent, elles ne pouvaient être que la propriété de l'Etat. Aux Assemblées générales, chaque action ordinaire devait avoir une voix soit, pour l'Etat, un total de 10 millions de voix.

Quant aux actions privilégiées, elles étaient au porteur et cédées par l'Etat au Fonds d'Amortissement de la Dette publique qui trouvait là un troisième élément de ressources : il recevait de la loi du 23 juillet la mission de les placer dans le public par tranches successives en les offrant de préférence aux porteurs de Bons du Trésor, en échange de leurs titres. Ainsi se ferait, pour ceux qui accepteraient, une véritable consolidation.

Ces actions privilégiées ne devaient disposer, aux Assemblées générales, que d'une voix par groupe de dix actions, soit pour le total maximum possible d'actionnaires 2 millions de voix. L'Etat ne risquait pas d'être jamais en minorité.

De même, en ce qui concerne le Conseil d'Administration, le Roi en nommait 18 membres sur 24, dont 2 seulement choisis sur des listes présentées par le monde des affaires. De plus, le Ministre des Chemins de Fer pouvait présider le Conseil.

Il est vrai que les pouvoirs de ce Conseil d'Administration étaient assez limités mais, dans la question la plus importante, celle des tarifs, c'était au profit du Gouver-

nement. D'ailleurs, d'une façon générale, les règles de la tutelle administrative étaient à peu près applicables à la Société Nationale des Chemins de fer Belges et son bilan et son compte des profits et pertes devaient être communiqués chaque année aux Chambres après approbation par l'Assemblée générale.

Pour attirer les souscripteurs, la loi décida que les actionnaires bénéficieraient des avantages suivants :

1° Un intérêt de 6 % avec garantie de change. Cet intérêt devait être payé par l'Etat puisque c'est à lui que devaient être versées les sommes provenant de la souscription;

2° Une part dans les bénéfices, la moitié du solde des bénéfices nets disponibles après tous les prélèvements prescrits par les statuts, l'autre moitié constituant la rémunération des actions ordinaires. On évaluait ce super-dividende à environ 2 1/2 %, ce qui aurait donné un dividende total de 8 1/2 %.

De plus, ces actions privilégiées devaient être remboursables en 65 ans à partir de la 11^e année de la constitution de la Société et remplacées, après remboursement, par des actions de jouissance donnant droit seulement à une part dans les bénéfices.

En somme, le Gouvernement avait visé un triple but :

1° L'exploitation industrielle du réseau;

2° Les avantages financiers que l'Etat pouvait retirer de son apport à la société nouvelle;

3° La suppression de tout risque de déficit pour l'Etat, dans l'exploitation.

Etant donné le rôle considérable joué, par l'Etat dans la vie de la Société nationale des Chemins de fer

belges, on peut penser que ce nouveau régime n'était qu'une réforme assez timide. Il faut tenir compte cependant de ce que la tâche du Gouvernement était malaisée en cette matière. Il s'est heurté, notamment lorsqu'il s'est agi d'industrialiser la gestion des Chemins de Fer et de prendre des mesures d'économies, à la fois au parti socialiste et au Syndicat des Cheminots, si bien qu'il s'est arrêté à un compromis entre les exigences politiques et les exigences économiques et financières.

B. — L'OPÉRATION DE CONSOLIDATION

Le Gouvernement semblait donc, à la suite de cette discussion parlementaire, vouloir engager les porteurs de Bons du Trésor à échanger, lors de leur échéance, ces Bons contre des actions privilégiées des Chemins de Fer, que le Fonds d'Amortissement leur aurait délivrées. Mais, très peu de jours après, M. Franqui s'était rendu compte que les meilleures conditions, partant les plus onéreuses pour l'Etat, offertes pour une consolidation volontaire, n'auraient eu que peu de chances de succès à ce moment.

Aussi, puisqu'il n'y avait pas moyen de décider, par simple persuasion, les porteurs de Bons à les renouveler, le Ministre les y força.

En vertu de la délégation consentie par le Parlement, un Arrêté Royal du 31 juillet décréta la consolidation forcée : les porteurs de Bons du Trésor venant à échéance avant le 31 décembre 1926 étaient admis « de droit » à échanger leurs titres contre un montant nominal égal d'actions de la Société Nationale des Chemins de Fer Belges.

Cette décision put sembler au premier abord avoir été prise subitement par M. Franqui, car, presque immédiatement avant que l'Arrêté Royal eût paru au *Moniteur*, le Ministre des Finances, M. Houtart, dans une interview, exposant les avantages de la Société Nationale des Chemins de Fer Belges, avait déclaré qu'on ne contraindrait personne.

Il y avait là un véritable moratoire. L'Etat, qui devait rembourser, avant le 31 décembre 1926, environ 6 milliards aux porteurs de Bons, ne payait rien immédiatement. Mais le titre qu'allait recevoir le nouvel actionnaire de la Société Nationale devait lui rapporter 8 1/2 %; il était amortissable en 65 ans et remplaçable lors de l'amortissement, par une action de jouissance.

Toutefois, le Ministre des Finances ne voulut pas prendre une mesure qui aurait trop eu l'aspect d'un coup de force et qui aurait pu entraîner une trop grande gêne pour certains porteurs de Bons.

C'est pourquoi l'Arrêté Royal du 31 juillet 1926 prévoyait que les porteurs de Bons pourraient se refuser expressément à l'échange de leurs titres contre des actions de la Société Nationale. Dans ce cas, ils devaient présenter leurs bons, avant l'expiration d'un délai très court, six jours, à l'estampillage. Leurs titres seraient ensuite échangés contre d'autres Bons du Trésor qui ne rapporteraient que 5 % (au lieu de 6 %) et qui seraient remboursables, par voie de tirage au sort, suivant les ressources du Fonds d'Amortissement chargé de cette opération.

Certains détenteurs de Bons du Trésor, tels que les Caisses d'Epargne et les Etablissements de Crédit, auraient pu se trouver dans la nécessité de « mobiliser une

partie de leurs Bons, notamment, en vue d'accorder des avances nécessitées par les besoins du commerce et de l'industrie » (1).

Aussi, l'Arrêté prévoyait que, dans ce cas particulier, le Ministre des Finances était autorisé, après accord avec le Comité du Trésor, à conclure des arrangements permettant d'échanger les titres appartenant à ces détenteurs et estampillés contre des « Bons du Trésor Spéciaux ».

C'est ainsi que le Ministère remit à ces Institutions des Bons du Trésor spéciaux, rapportant 7 % et remboursables en 12 trimestrialités : à la date de la première échéance trimestrielle, ces bons ne pourraient être remboursés qu'à concurrence de la trimestrialité échue et devaient être obligatoirement renouvelés pour le surplus pour une période de trois mois. Il devait en être de même à la fin de chaque trimestre, jusqu'à la fin de la troisième année.

De cette façon, le Trésor disposait d'un certain délai et les capitaux n'étaient pas totalement immobilisés. Et il n'est pas impossible qu'au moyen d'une émission complémentaire de Bons ordinaires échangeables contre ces bons spéciaux 7 %, le Trésor, au cours de l'été de 1926, après avoir discrètement invité certains banquiers à y souscrire, ne se soit pas créé ainsi quelques ressources nouvelles.

Enfin, la Banque Nationale fut autorisée à assimiler les actions privilégiées ainsi que les Bons du Trésor nouveaux, émis en exécution de l'Arrêté Royal, aux Fonds publics qui peuvent servir à gager certains prêts qu'elle

(1) Rapport au Roi concernant l'Arrêté Royal du 31 Juillet 1926.

consent dans des cas d'ailleurs strictement limités. Les Bons spéciaux des Banques furent également déclarés admissibles comme garanties pour les avances de la Banque Nationale mais celle-ci a sagement évité des demandes excessives en portant le taux de ses avances à 8 %.

Ces précautions étant prises, le pays ne devait guère souffrir de la consolidation forcée.

Pourtant, le montant total des Bons du Trésor a échéance de moins de six mois était encore, au moment de l'opération, de près de 6 milliards, soit :

3.961 millions en Bons à six mois;

1.879 millions de Bons 1921, à 5 ans, venant à échéance
———— le 1^{er} décembre 1926.

5.840 millions.

Le délai pendant lequel les Bons purent être présentés à l'estampillage fut très court, du 9 au 14 août.

D'après les chiffres provisoires publiés immédiatement après par le Ministère des Finances, 1.460 millions seulement de Bons furent estampillés. Les 4/5 de la dette flottante étaient donc convertis en actions de la Société Nationale des Chemins de Fer Belges.

Mais ce chiffre de 1.460 millions ne comprenait qu'un faible montant de titres destinés à être échangés contre des Bons du Trésor nouveaux 5 %, que le Fonds d'Amortissement devait résorber dans la mesure de ses moyens : environ 330 millions.

Le reste, soit 1.130 millions, appartenait aux banques, à la Caisse d'Epargne, aux Etablissements d'utilité publique. Or, si on prend le chiffre total de l'émission de Bons spéciaux 7 %, destinés à ces établissements, on

constate que son montant global est de 1.400 millions. Cette différence favorable au Trésor provient vraisemblablement de l'émission de Bons complémentaires à laquelle il a déjà été fait allusion.

D'une façon générale, on estimait que les Bons présentés à l'estampillage représentaient à peu près ceux qui correspondaient pour leurs porteurs à une opération de trésorerie. Ainsi, l'achat de Bons du Trésor répondait, pour la grande majorité des détenteurs, à un véritable placement et les petites coupures, la plupart thésaurisées dans les campagnes, étaient fort nombreuses : depuis 1922 il en avait été émis pour un total de 2.800 millions.

Dans le même sens, le rapport présenté par le Gouvernement aux Chambres sur « l'exécution de la loi du 16 juillet 1926 (1) invoque également ce fait que le solde débiteur des avances consenties par la Banque Nationale et la Caisse d'Epargne sur les actions des Chemins de Fer ou sur les Bons du Trésor nouveaux, atteignait à peine 7 millions de francs au début d'octobre 1926.

La supplément d'intérêts qu'apportaient aux détenteurs de Bons du Trésor les actions de Chemins de Fer fut bien accueilli. Quant au monde des affaires qui avait toujours besoin de capitaux liquides, il se rendit compte que ce moratorium était indispensable et qu'il valait mieux pour tous que l'Etat ne remplît pas momentanément ses obligations plutôt que de payer en un papier monnaie dont la valeur se serait immédiatement effondrée.

(1) La loi « des Pleins Pouvoirs ».

D'ailleurs, il faut ajouter qu'un véritable marché des Bons du Trésor consolidés s'était ouvert à Bruxelles et que les porteurs ayant besoin de liquider leurs bons, trouvaient facilement à les vendre pour 80 ou 90 % de leur valeur nominale à des gens qui se procuraient ainsi un moyen avantageux de souscrire aux actions privilégiées des Chemins de Fer.

En résumé, l'opinion publique se montra favorable à la consolidation. On approuvait le Gouvernement d'avoir montré son énergie par cette opération audacieuse et grâce aux mesures prises, le resserrement monétaire qu'on aurait pu craindre ne se produisit pas.

C. — LA TRÉSORERIE APRÈS LA CONSOLIDATION LA DETTE FLOTTANTE EXTÉRIEURE

Le Trésor, pendant que cette opération se poursuivait, avait à faire face au remboursement de Bons placés à l'extérieur et qu'il ne pouvait songer à convertir ou à consolider de force.

Aussi, fut-il décidé, pour lui fournir les ressources nécessaires, d'émettre une partie des actions de la Société Nationale des Chemins de Fer qui n'étaient pas réservées pour l'échange des Bons du Trésor et qui restaient par conséquent la propriété de l'Etat.

Le Fonds d'Amortissement fut chargé de cette opération. Il l'exécuta en trois fractions :

Deux tranches furent placées respectivement en Suisse et en Hollande et produisirent au total 200 millions et 275 millions.

Parallèlement, une souscription fut ouverte dans le pays et produisit 105 millions.

L'émission fut terminée en août. On se demandait quel accueil ferait la Bourse à ce nouveau titre lors de son introduction à la cote. On pouvait craindre que les porteurs qui s'étaient en quelque sorte vu forcer la main pour échanger leurs Bons contre les actions de la Société Nationale des Chemins de Fer, jettent ces actions sur le marché.

Il n'en fut rien, et, bien mieux, dès les premières transactions en Bourse, le 2 septembre 1926, leur cours s'établit légèrement au dessus du pair, sans qu'il y eût besoin d'intervention officielle.

C'était un premier succès, indiscutable.

Le 1^{er} septembre 1926, le Trésor avait aussi à faire face à une échéance d'importance assez restreinte, d'un emprunt de 42.500.000 francs émis en 1918 par les Communes du Tournaisis qui, groupées en Société Coopérative, avaient obtenu la garantie de l'Etat. Le Gouvernement, usant de ses pleins pouvoirs financiers, reporta cette échéance au 1^{er} septembre 1927. L'Arrêté Royal est ainsi motivé :

« Considérant que le remboursement de cet emprunt
« ne pourrait être opéré, à la date de l'échéance, que par
« l'émission d'un nouvel emprunt qui influencerait de
« façon défavorable la situation financière du pays.... ».

Ce nouveau moratoire passa pratiquement inaperçu et ne donna lieu à aucun commentaire de Presse. Il témoigne de la gêne de la Trésorerie à ce moment.

Pourtant, la rentrée des impôts était activement poussée. On augmenta même de 1 % par mois toutes sommes

versées en retard par les contribuables et les nouvelles taxes du mois de juin rentraient bien.

La Dette extérieure flottante qui, au 22 mai 1926, atteignait 54 millions de dollars, était redoutable autant par son montant que par la date de ses échéances qui étaient ainsi réparties :

En Juin	1.215.000 dollars
En Juillet	12.843.000 »
En Août	17.605.000 »
En Septembre	22.388.000 »

Le Gouvernement négocia, tâchant d'obtenir des renouvellements. Il dut néanmoins rembourser 8 millions de dollars en août et 16 millions en septembre. Ces paiements furent rendus possible par l'intervention du Fonds d'Amortissement qui avait bénéficié de rentrées importantes d'impôts et des sommes provenant de l'émission des actions des Chemins de Fer.

Peu à peu, lentement, la situation redevint plus normale, les excédents de recettes budgétaires augmentèrent, le marché des changes se fit plus calme. La Banque Nationale en profita même pour reconstituer ses approvisionnements de devises par des achats réguliers et prudents.

Le Gouvernement, délivré de ses soucis immédiats de budget et de trésorerie, put songer à entreprendre la seconde partie de son plan, la réforme monétaire.

CHAPITRE IV

LA RÉFORME MONÉTAIRE

Au mois de septembre 1926, le Gouvernement se trouvait en mesure de tenter une nouvelle expérience de stabilisation monétaire.

Les conditions intérieures et extérieures semblaient favorables. L'état d'esprit de l'opinion publique était modifié et paraissait acquis à l'idée de la réforme.

Par ailleurs, il semblait dangereux de croire que le calme du moment pouvait être définitif et non pas seulement une simple trêve. La poussée légère subie à Bruxelles par les changes appréciés à la fin du mois de septembre confirmait cette opinion : le 26 septembre la livre avait atteint 186.25 venant de 175.25 et le dollar, parti de 35,80, était remonté à 38.425. Il avait fallu une intervention de la Banque Nationale pour arrêter ce mouvement de hausse et ramener le franc à sa valeur des jours précédents.

On redoutait également l'approche de l'accroissement saisonnier de la demande des devises étrangères, qui aurait encore contribué à une nouvelle tension des cours.

Si la Trésorerie semblait sortie de ses difficultés, ce n'était vraisemblablement qu'un répit : la dette flottante extérieure notamment, renouvelée en partie les mois précédents, s'élevait encore à 24 millions de dollars.

Enfin, le Parlement allait bientôt rentrer de vacances, les discussions publiques pouvaient reprendre. L'action

du Gouvernement deviendrait plus délicate et les « pleins pouvoirs » allaient bientôt expirer.

Si le Ministère voulait appliquer intégralement le plan de restauration monétaire dont il avait, dès sa constitution, fait le but de ses efforts, aucune temporisation n'était possible.

§ 1. — *Les grandes lignes de la réforme technique*

La réforme monétaire, dont le Gouvernement allait entreprendre la réalisation, ne se distinguait pas, dans ses lignes générales, de celle qui avait été entreprise quelques mois plus tôt par le précédent Ministre des Finances. Seules, les conditions intérieures et extérieures avaient été modifiées, mais le mécanisme de la stabilisation restait exactement le même, s'inspirant toujours des multiples expériences financières, déjà bien mieux étudiées, de l'Europe d'après-guerre.

Le but de la réforme était toujours identique : assainir la situation de la Banque d'Emission.

Pour ce faire, l'Etat devait :

1° Lui rembourser la plus grande partie de sa dette et lui fournir ainsi le moyen de rembourser ses billets en or, à un taux fixé par le Gouvernement une fois pour toutes.

Ce remboursement ne pouvait être envisagé qu'au moyen d'un emprunt extérieur dont le montant serait remis à la Banque Nationale et dont l'importance aurait son influence sur le taux de stabilisation puisque sa contrevaletur devait servir à reconstituer la réserve d'or de l'Institut d'Emission;

2° Autoriser la Banque Nationale à réévaluer son encaisse d'après le taux de stabilisation ;

3° Mettre le statut de la Banque Nationale en harmonie avec les conditions nouvelles, proroger son privilège, la loi du 26 février 1926 n'ayant pas reçu son application pratique.

Ainsi, les motifs des décisions du Ministre sont déjà connus. Aucune théorie nouvelle ne trouve ici sa place et il suffira d'énoncer rapidement les mesures prises par le Gouvernement pour atteindre le but recherché.

§ 2. — *Les négociations avec l'étranger*

Dès le mois de septembre, le Gouvernement et la Direction de la Banque Nationale, qu'il venait de renouveler, entreprirent des pourparlers avec des groupes financiers de l'étranger en vue d'assurer à la Banque Nationale une converture suffisante pour lui permettre de remplir ses engagements après la levée du cours forcé.

A. — LA CONVENTION ENTRE BANQUES D'ÉMISSION

Tout d'abord, à la suite d'un voyage que firent à Londres, au début d'Octobre, MM. Franqui et Franck, le nouveau Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, une convention fut conclue le 5 octobre avec les représentants des grands établissements d'émission du monde ayant des billets convertibles (1).

(1) Banque d'Angleterre, Federal Reserve Bank de New-York, Reichsbank, Nederlandsche Bank, Banque d'Etat de Suède, Banque Impériale du Japon, Banques d'émission réorganisées de Hongrie et d'Autriche et par la suite, Banque Nationale de Suisse. Plus tard, la Banque de France et la Banque d'Italie se joignirent à ce groupe.

Par ce contrat, ces Institutions s'engageaient à mettre, au besoin, à la disposition de la Banque Nationale de Belgique, sous forme de crédits de réescompte, une somme de 30 millions de Dollars.

Ce concours avait, et on l'a déjà souvent souligné, une portée morale plus considérable encore que sa valeur matérielle. Il prouvait que le monde entier s'intéressait avec sympathie aux efforts que faisait la Belgique pour sortir de ses embarras monétaires et financiers.

Au point de vue matériel, ce contrat rendait en quelque sorte, le portefeuille commercial, même national, de la Banque, convertible en or.

Il est bon cependant d'ajouter que ce crédit à très court terme n'avait été accordé qu'à une double condition : il fallait que la Belgique s'engageât à procéder, dans les 30 jours suivants, à la stabilisation de sa monnaie, après avoir obtenu de banques privées, un prêt d'au moins 75 millions de dollars.

B. — L'EMPRUNT EXTÉRIEUR

La nécessité de cet emprunt semblait, dans la situation de la Belgique à ce moment, évidente.

L'encaisse métallique et l'encaisse en devises-or de l'Institut d'émission qui servaient de couverture aux billets était, au 30 septembre 1926 de 388 millions de francs environ, au pair.

En réévaluant cet encaisse, au cours du jour, soit 36,06 pour le Dollar, on obtenait un total de 2.352.500.000 francs.

Or, la circulation totale des billets était de 9.507 millions plus 353 millions pour le solde débiteur des comptes-courants, soit un total de 9.860 millions, chiffre de circulation le plus élevé que la Belgique eût alors jamais connu.

Ces simples chiffres font ressortir l'insuffisance des ressources dont disposait la Banque Nationale.

Or, on s'accordait à dire que l'encaisse, pour mettre en œuvre une stabilisation, devait à ce moment être très considérable. Il s'agissait en effet de rétablir une confiance qui venait d'être singulièrement ébranlée; il convenait aussi de se prémunir solidement contre tout risque du côté de la balance des comptes.

Il était impossible d'envisager de nouveaux impôts. Il fallait donc absolument recourir à l'emprunt étranger.

A la suite de la convention du 5 Octobre avec les Banques d'émissions, des pourparlers eurent lieu avec les Représentants des grandes banques privées des pays à monnaie-or. Un Consortium de banquiers (1) fut ainsi constitué qui accepta de prêter à l'Etat Belge, mais uniquement aux fins de stabilisation monétaire, une somme qui ne pouvait être d'un montant nominal supérieur à 100 millions de Dollars.

L'emprunt fut conclu le 23 Octobre. Pris par les Banquiers à 90 %, il fut émis dans le public à 94. L'intérêt était de 7 %. L'amortissement commencerait dès 1927. Le montant net à recevoir par l'Etat Belge était de 90 millions de \$.

(1) Ce groupe comprend : en Angleterre, « Baring Brothers » et la « Westminster Bank » ; aux Etats-Unis, la Banque Morgan ; en Suisse, « l'Union Bancaire suisse » et en Suède, la « Stockholm Enskilda Bank ».

§ 3. — *Le taux de stabilisation*

Le taux de dévaluation a été publié avec les arrêtés de stabilisation, le 25 Octobre. Il semble bien qu'il était fixé depuis déjà quelques temps, au moins approximativement.

Il est exactement tel que le dollar vaut 35,96 francs belges. C'est donc une dévaluation sur la base des 6/7^m.

Pourquoi le Gouvernement a-t-il choisi ce taux, pourquoi n'a-t'il pas attendu pour profiter ultérieurement d'un cours plus favorable, c'est-à-dire moins élevé ?

Ce sont des critiques qu'on a très souvent adressées et qu'on adresse encore tous les jours au Gouvernement.

Cependant, bien que les inconvénients qui pouvaient résulter d'un ajournement de la réforme, aient déjà été exposés, il est peut-être bon de rappeler ici qu'un cours de stabilisation ne se décrète pas et qu'en cette matière il faut tenir compte aussi des lois économiques.

M. Franck, dans l'ouvrage qu'il a récemment fait paraître, cite, parmi les raisons qui l'auraient poussé à approuver le taux adopté par le Gouvernement, le chiffre de la circulation de monnaie-or par tête d'habitants. Il démontre que, le dollar étant à 35 fr., la circulation belge par habitant est la même qu'en 1914.

Ces calculs, qu'il prodigue, sont exacts. Mais il semble qu'ils n'aboutissent pas nécessairement au résultat qu'indique leur auteur. Et s'ils étaient pris comme base unique pour déterminer le taux de stabilisation, il semble qu'ils apparaîtraient comme inutiles et dangereux.

Inutiles, parce que, si la circulation par habitant devenait trop considérable, les billets émis rentreraient à

la Banque ou favoriseraient la thésaurisation. Ils entraîneraient peut-être une légère augmentation des prix mais par contre une abondance de capitaux. Et si les billets étaient en nombre insuffisant, l'histoire financière enseigne que la circulation indispensable se crée toujours : sinon l'acte de 1844 aurait été une catastrophe pour la Grande-Bretagne alors qu'il est la cause du développement du chèque dans ce pays.

Dangereux, parce qu'ils contiennent une source possible d'erreur : car, pourquoi la circulation serait-elle nécessairement en 1926, la même que 12 ans auparavant alors qu'elle augmentait tous les ans dans une forte proportion, avant la guerre ? Et cela est d'autant plus vrai que l'or a perdu dans le monde une partie considérable de son pouvoir d'achat.

Mais d'autres raisons militent en faveur du taux adopté.

Il s'agit d'établir la convertibilité des engagements de la Banque sur la base du taux choisi. Il faut donc que ce taux laisse une couverture suffisante à la Banque. Il dépendra par conséquent de l'encaisse-or dont dispose l'Institut d'émission.

Il a été dit plus haut que cette encaisse était composée :

1° de devises et de métaux : plus on stabilise haut, en l'espèce, sur la base du dollar à 30 ou à 25, moins cette partie d'encaisse peut couvrir de francs ;

2° du produit de l'emprunt extérieur. On peut y appliquer le même raisonnement. Si on veut stabiliser plus haut, il faut emprunter davantage.

Or, il a été exposé que les banquiers étrangers s'étaient absolument refusés à prêter plus de 100 millions de Dollars. Le rapport du Gouvernement aux Chambres dit la même chose, quoique d'une façon plus discrète :

« Le montant de l'emprunt... était limité à 100 millions de dollars, tant pour les possibilités du marché international que pour la charge à imposer à la Belgique ».

M. Franck l'indique aussi formellement dans son livre.

La couverture-or nécessaire était très considérable. On ne pouvait pas l'abaisser, si on ne voulait pas courir de grands risques. Ainsi, indirectement, le montant et les conditions de l'emprunt extérieur ont constitué pour le Gouvernement. Une limite qui ne pouvait guère songer à dépasser.

Il restait libre, bien entendu, de stabiliser à un cours inférieur, par exemple sur la base du dollar à 40, mais il se serait engagé dans une aventure qui n'aurait pas été sans danger en visant un cours supérieur, par exemple le cours de 30 francs pour le dollar.

Convient-il de chercher à déterminer les causes exactes qui ont motivé la décision prise par les banquiers étrangers de limiter l'emprunt à un maximum de 100 millions de dollars ? Peut-on croire vraiment que les « possibilités du marché international » n'auraient pas permis de trouver 20 ou 30 millions de dollars de plus ?

Il est infiniment plus probable que les banquiers qui ont engagé des crédits souhaitaient avant tout la réussite de l'opération. Or, celle-ci exigeait évidemment une balance des comptes aussi peu défavorable que possible. Il fallait, par conséquent, apporter un minimum de trouble

dans la vie économique du pays, tenir compte du change moyen pendant les mois précédents, des prix auxquels on s'était déjà adapté, éviter les difficultés de salaires ou d'impôts qu'eût entraînées une revalorisation de la monnaie et surtout une crise trop brutale dans les industries d'exportation.

Il semble bien que c'est pour cela que le Gouvernement a choisi le taux définitivement adopté. Ce taux favorise de la sorte l'industrie, favorise surtout les exportations, permettant au pays de bénéficier un certain temps encore de la différence entre les prix de revient intérieurs et extérieurs. Le Gouvernement a sacrifié en somme les rentiers aux industriels et aux commerçants, la vie passive de la nation à sa vie active et à tous ceux dont l'énergie et le travail constituent la vraie richesse du pays.

D'ailleurs, que reproche-t-on au Gouvernement ? Tout au plus, de n'avoir pas décidé que la stabilisation serait faite au taux de 150 francs pour une livre sterling.

Mise à part la satisfaction d'amour-propre, cette différence vaudrait-elle le risque couru ? Il ne le semble pas. M. Franck dit très justement : « L'écart entre la stabilisation à 175 et celle à 150, c'est la différence entre un dividende de 14,41 % et un dividende de 16,81 %. Entre la certitude de toucher le premier dividende et le risque qu'entraîne le second, il n'y a pas d'hésitation possible ».

§ 4. — *Le nouveau statut de la Banque Nationale*

A. — CONVENTION DU 18 OCTOBRE

La Banque Nationale devait, au cours de la stabilisation qui était alors en préparation, jouer un rôle de tout premier plan, à peu près dans les mêmes conditions que celles déterminées au mois de février pour la tentative précédente. Une entente à ce sujet entre ses dirigeants et le Gouvernement était nécessaire. Elle fit l'objet d'une convention signée le 18 octobre.

Cet accord stipule la cession par l'Etat à la Banque du produit intégral de l'emprunt extérieur. Ce fut chose faite le 23 octobre. Dans le contrat même intervenu entre les banquiers étrangers et l'Etat belge, il fut précisé que la Banque Nationale devait être créditée du montant de l'Emprunt. Une lettre des Banques l'informa de cette stipulation à son profit. Elle l'accepta et se trouva ainsi créancière directe.

L'Etat autorisait la Banque à réévaluer son encaisse sur la base du taux de stabilisation. L'accroissement d'actif en résultant devait être passé au crédit du compte de l'Etat qui affectait cette somme, ainsi que le montant de l'emprunt extérieur, au remboursement de sa dette, à due concurrence, sous déduction cependant d'une somme de 600 millions que l'Etat devait employer à l'achat de devises destinées à payer la dette flottante extérieure.

Comme au mois de février la banque était autorisée à vendre son métal argent, et à acheter de l'or avec le produit de cette vente. C'était donc l'institution du monométallisme or.

De même encore, la Banque Nationale devait faire abandon au Trésor du revenu des devises qu'elle possédait, provenant de la cession de l'emprunt extérieur ou bien acquises par elle pour figurer dans son encaisse de valeurs or. Cette stipulation constituait pour l'Etat une compensation aux charges que cet emprunt allait lui imposer.

Ainsi se trouvait déterminé, avec précision, le rôle de la Banque Nationale dans la réforme monétaire.

B. — LE PRIVILÈGE ET LE STATUT DE LA BANQUE NATIONALE

L'importance même de ce rôle, l'œuvre de longue haleine qu'il représente devaient amener à renouveler le privilège de l'Institut d'Emission. En effet, la loi du 26 février 1926 l'avait bien renouvelé et prorogé jusqu'en 1952, mais toutes ses dispositions étaient restées lettre morte, par suite des événements et aucun arrêt royal ne l'avait rendue exécutoire. Néanmoins, l'existence de ce texte qui pouvait toujours être mis en vigueur, permit au Gouvernement de mener rapidement les travaux préliminaires et d'obtenir aisément les modifications qu'il désirait.

D'ailleurs, ces modifications à la loi préparée par M. Janssen avec la collaboration du Parlement n'étaient ni nombreuses ni importantes. L'arrêté qui les publie regroupe en un seul texte toutes les dispositions relatives à l'Institut d'Emission et résultant des lois en vigueur et de la loi du 25 février 1926 qu'il abroge.

Ainsi s'expliquent les termes de l'article premier de

cet arrêté disant : « Il est institué une Banque sous la dénomination de Banque Nationale... ». Cette rédaction a fait dire qu'à « en peser chaque mot, on pourrait admettre que non seulement le régime de la Banque Nationale était modifié, mais encore qu'un nouvel Institut lui était substitué (1). Evidemment, ceci n'est pas exact et d'ailleurs l'article 3 du même arrêté dit : « la durée de la Banque est prorogée... ».

Comme en février, il est décidé que le capital de la Banque sera porté à 200 millions de francs, mais il n'est plus prévu de participation de l'Etat à cette augmentation.

Du reste, d'une façon générale, l'arrêté d'octobre sépare, beaucoup plus que celui de février, la Banque de l'Etat. Il tend à renforcer sa situation à l'égard de celui-ci. Cependant, le Fonds de Réserve, à l'expiration du privilège, reviendra pour les 3/5 à l'Etat, et celui-ci, d'autre part, conserve un certain contrôle sur les opérations de la Banque : le Gouverneur est nommé par le Roi, et il existe un Commissaire du Gouvernement.

Dans ce même ordre d'idées, l'arrêté qui fut pris à la même date pour décréter la stabilisation, fait à la Banque Nationale une obligation de suivre la politique monétaire du Gouvernement.

Il est encore indiqué, dans ce nouveau statut de la Banque, que l'encaisse (or et devises étrangères) doit être au moins égale à 40 % des engagements de la Banque. On se rappelle que le texte voté en février ne stipulait qu'un minimum de 30 %. Ce minimum de 30 % est mainte-

(1) Voir notamment : Boislandry-Dubert. *Revue Economique Intern.* déc. 1926.

nant exigé pour l'encaisse-or seule (1), les 10 % supplémentaires pouvant être des devises.

Enfin, une liste limitative des opérations que la Banque peut traiter ne fait aucune mention des avances à l'Etat. Elle peut consentir des avances sur Bons du Trésor ou sur fonds publics nationaux, mais seulement « dans les limites à déterminer par ses statuts » (2).

Les organismes de direction de la Banque sont maintenus dans leurs grandes lignes. Cependant le Gouvernement jugea bon d'instituer le contrôle d'un Commissaire du Gouvernement et de substituer au Conseil d'Administration, minutieusement décrit par la loi du 26 février 1926, un Conseil de régence. Ce Conseil comprend « le Gouverneur, trois directeurs, et les délégués des Conseils supérieurs du Gouvernement, des personnalités du monde de l'Industrie, du Commerce et des Banques ».

En ce qui concerne la répartition des bénéfices, elle est maintenue telle quelle, sauf la distribution des tantièmes à la direction, qui est supprimée.

Enfin, les dirigeants de la Banque sont formellement écartés de l'administration de toute entreprise industrielle, commerciale ou bancaire.

Pour permettre d'apprécier toute la portée de l'opération de stabilisation vis-à-vis de la Banque Nationale, et la transformation de son bilan qui en est le résultat, voici un extrait des bilans publiés immédiatement avant et après la stabilisation :

(1) Art. 6 de l'arrêté du 25 oct. 1926 relatif à la prorogation des privilèges de la Banque Nationale.

(2) Cf. Art. 21 des statuts publiés le 16 janvier 1927 : « Il ne peut y avoir en portefeuille des Bons du Trésor escomptés pour plus de 100 millions », exception faite du résidu de la dette de l'Etat qui est représentée par 2 milliards en Bons du Trésor.

BANQUE NATIONALE*Extrait du Bilan à la date des 25 et 28 octobre 1926*

	(En millions de francs)	
	25 octobre	28 octobre
ACTIF		
Encaisse.....	389	5.202
Portefeuille Effets.....	3.039	2.296
Av. sur Fonds publics belges....	291	244
(Av. à l'Etat, dette } interprovinciale et Bons } Trésor escomptés) } créance sur l'Etat	6.705	2.000
Actions à émettre.....	—	50
PASSIF		
Capital.....	50	200
Réserve.....	61	11
Billets en circulation.....	9.431	8.766 ⁽¹⁾
Comptes-courants.....	1.044	1.226

NOTA. — La couverture des billets au 28 octobre de 59,34 %. — Celle des engagements à vue de 52,06 %. (La couverture légale est de 40 %).

§ 5. — *Les arrêtés royaux du 25 octobre 1925**Le Belga*

Le travail préparatoire à la stabilisation s'était trouvé terminé par la conclusion de l'emprunt extérieur le 23 octobre à Londres.

Dès le soir les négociateurs, MM. Franqui et Franck, rentraient à Bruxelles; le lendemain les dernières retouches étaient apportées aux textes déjà préparés, on y ajoutait le chiffre, jusque là secret, du taux de stabilisation.

Désormais, 100 francs belges seraient l'équivalent de 4 gr. 18422 d'or fin.

(1) Voir note 2 page 174.

Successivement, ce jour-là, le Conseil d'Administration de la Banque Nationale, puis le Conseil des Ministres, prirent connaissance des décisions prises. Elles furent publiées dès le lendemain. Tandis que la presse les répandait dans le public, le Gouverneur de la Banque réunissait les banquiers de Bruxelles et d'Anvers pour leur exposer l'ensemble de la réforme. L'accueil général fut favorable.

Les arrêtés royaux qui donnèrent force exécutoire aux décisions prises sont au nombre de quatre : ils sont précédés d'un rapport au Roi qui expose l'œuvre entreprise et maintenant accomplie.

Le premier décret autorise l'emprunt extérieur. Le second approuve la convention avec la Banque Nationale signée le 18 octobre (le texte de cette convention suit immédiatement le texte de l'arrêté). Le troisième concerne la prorogation du privilège de la Banque Nationale. Enfin vient l'arrêté principal qui décrète la stabilisation monétaire et en fixe le taux.

Tous ces textes ont été analysés ci-dessus. On a vu qu'ils rétablissent la convertibilité, remplacent l'ancienne loi monétaire française de germinal appliquée en Belgique depuis 1832 et instaurent le régime du « Gold Exchange Standard » (1).

Un point mérite encore de retenir quelques instants l'attention ; il s'agit de l'article 8 du décret relatif à la stabilisation, qui s'exprime ainsi : « Le change du franc belge sur l'Etranger s'établit au multiple de 5 francs. La

(1) On peut noter que la mesure qui, la première, a mis fin de façon officielle, quoique indirectement, au régime monétaire de la loi de germinal, a été, comme en France au même moment, l'achat par l'Institut d'Emission de pièces d'or et d'argent à un prix calculé d'après le cours du métal.

La Banque Nationale a été autorisée à procéder à cet achat par arrêté royal du 9 octobre.

Banque Nationale adopte le même multiple comme base de ses remboursements en espèces... ce multiple est seul coté en vue du change et porte à cette fin le nom de Belga. Il est interdit de publier le change du franc belge sous une autre forme. La parité avec les monnaies étrangères est établie à raison d'un poids d'or fin de 0 gr. 209211 au Belga » (1).

D'après ce texte le Belga est une monnaie de cotation de change en même temps qu'un multiple du franc. Ce n'est par conséquent pas une monnaie nouvelle et il ne constitue qu'une façon nouvelle de compter. L'étranger fera sa comptabilité en monnaie belge par unité de 5 francs, comme il aurait pu le faire avant la guerre en pièces de 5 francs.

On ne peut pas dire que le Belga soit une *monnaie de compte* au sens généralement employé pour ce mot puisqu'il est étroitement solidaire de la valeur du franc, et qu'il a la même base que lui.

C'est plutôt une nouvelle « *unité de compte* ». Franc et Belga sont deux expressions qui traduisent, à deux degrés différents, une même réalité.

Cette mesure répondait à un but bien défini et d'ailleurs exposé dans le rapport au Roi : Il s'agissait de bien démontrer aux yeux de l'étranger qu'il y avait quelque chose de changé en Belgique, que désormais on avait une

(1) En conséquence, à la parité métallique :

1 £ = 35 Belgas
1 \$ US = 7,19193 Belgas
1 florin = 2,8925 Belgas
1 Reichsmark = 1,731 Belga
1 couronne suédoise = 1,9276 Belga
1 franc-or = 1,208 Belga

monnaie or qui n'avait plus en somme de liens ni avec l'ancien franc-papier, ni avec le franc français.

A l'intérieur du pays, rien n'est modifié en principe à la manière de compter. Après quelques hésitations et quelques contradictions au premier moment, on a très vite admis qu'aucun obstacle légal ne s'opposait à l'utilisation du Belga comme unité, notamment dans les comptes de banques ou des établissements en rapport fréquents avec l'étranger.

Cependant, il est permis de se demander si l'institution du Belga ne vise pas un autre but. Ne faut-il pas y voir une nouvelle unité qui serait dans un avenir plus ou moins lointain, destinée à remplacer le franc dans la circulation intérieure ? C'est chose possible. En effet, le franc dévalué ne représente plus qu'une très petite quantité d'or, une « dose pharmaceutique » (1), et par conséquent un très faible pouvoir d'achat. Aussi semble-t-il qu'on ait tout intérêt à employer une unité plus forte.

Comment introduire cette unité dans la circulation, sans qu'il en résulte de trouble économique ? C'est le problème résolu par l'adoption d'un taux fixe d'échange entre les unités en cours, pendant une période de transition de durée indéterminée. C'est ainsi que dès maintenant sont émis et circulent des billets de la Banque Nationale portant la double mention : 500 francs — 400 belgas. Il est question également de frapper des pièces d'or portant une double indication de valeur analogue (2).

(1) Franck, *op. cit.* p. 111.

(2) On peut encore signaler dans le même ordre d'idées qu'un Arrêté du 26 octobre décidait que les petites coupures — billets de 5 et 20 francs — seraient remplacés par des pièces métalliques. En attendant la frappe

Tout ceci est exact. Mais alors, pourquoi avoir choisi le multiple de 5 et n'être pas revenu au franc-or, sur la base d'avant-guerre, c'est-à-dire au multiple 7. A vrai dire, les explications données de ce choix, par M. Franck, paraissent assez confuses et quelque peu embarrassées.

Il semble en résulter qu'on ait voulu adopter une monnaie faible (un belga = $5/7$ d'un franc 1914) pour éviter une hausse des prix intérieurs, que « rien, dit M. Franck, ne justifie ».

Cette explication (?) semble quelque peu discutable, car enfin, même en supposant que les nationaux s'en contentent, il apparaît comme assez évident que l'étranger n'attribuera jamais à cette monnaie que le pouvoir d'achat de l'or qu'elle contient. Et de plus, ce pouvoir d'achat de l'or a été en diminuant d'environ 50 % depuis 1914.

Il semble donc que, si c'est le problème des prix qu'on a entendu résoudre ainsi, ce soit M. Strong, Gouverneur de la « Federal Reserve Bank » qui était dans la vérité lorsqu'il fixait, dans une étude indépendante des tractations financières en cours, la nouvelle unité de compte à 10 fois la valeur du franc stabilisé.

§ 6. — *L'accueil fait à la stabilisation*

D'une façon générale, on peut dire qu'à l'intérieur du pays, les arrêtés royaux de stabilisation furent bien ac-

de ces pièces, les billets de 5 et 20 francs continuent à circuler, mais pour le compte du Trésor. Ils ne figurent plus dans les situations de la Banque Nationale.

cueillis. Sans doute, il y eut chez certains une désillusion d'amour-propre ou d'intérêt en apprenant la faiblesse du taux de dévaluation adopté. Mais on se rappelait les difficultés surmontées les mois précédents et le monde des affaires vit dans les mesures prises la stabilité et la certitude dont on avait tant besoin.

A l'extérieur, la marche des opérations de stabilisation avait été suivie avec sympathie. Le jour où le belga fut coté pour la première fois, le 26 octobre, des télégrammes de félicitations parvinrent à la Banque Nationale de Belgique de la part des principales Banques publiques et privées du monde.

La cotation de la nouvelle unité de change s'était faite partout normalement, aux environs tout à fait immédiats du cours fixé, dans les limites des gold-points. Le belga, en effet, primait la livre qui s'inscrivait au cours de 34,855 (soit francs stabilisés : 174,275), la livre étant alors légèrement dépréciée à Bruxelles par rapport au dollar. Celui-ci cotait 7.18 (soit francs stabilisés : 35.90).

A New-York, il fallait ce même jour \$ 13,925 pour acheter 100 belgas, le pair étant de 13,904 dollars.

D'autre part, l'émission de l'emprunt se poursuivait au même moment sur les places étrangères. Les conditions en semblaient avantageuses. En quelques heures, à Londres comme à New-York, le montant des souscriptions dépassait de beaucoup le nombre des titres offerts.

Dès les premiers jours, on était certain de la réussite de l'opération technique de stabilisation. Le 15 novembre, estimant avoir accompli son œuvre et l'avoir menée à bien, jugeant qu'il n'y avait plus qu'à continuer sa politique, M. Franqui remettait au Roi sa démission.

CHAPITRE V

LES CONSÉQUENCES DE LA STABILISATION

§ 1. — *Conséquences monétaires*

A. — LE CHANGE

La première conséquence d'une stabilisation monétaire doit être, par définition, de fixer le cours du change au niveau choisi.

Or, envisageant la période de plus de sept mois déjà écoulée depuis la réforme monétaire, il suffit de jeter un coup d'œil sur la cote pour constater que l'opération réalisée a, en l'occurrence, atteint son but. Le change belge est remarquablement stable. Les cours extrêmes du dollar sont en belgas, de 7,1715 et de 7,194, le pair étant de 7,1919. Ceux de la livre ont varié de 34.82 à 34.23, le pair étant de 34.91. Les 100 francs suisses qui, au pair, doivent coter à Bruxelles 138.77, ont oscillé entre 139.12 et 138.40.

B. — LE MARCHÉ DES CAPITAUX

Cette situation a immédiatement eu sa répercussion sur le marché des capitaux.

On craignait, à la suite de la stabilisation, d'assister à une contraction du crédit, mais le sentiment nouveau de sécurité a provoqué un mouvement très considérable d'entrées de capitaux belges évadés l'année précédente. De plus, le taux élevé de l'escompte a puissamment contribué à faire affluer de nombreux capitaux étrangers. Le Professeur Baudhuin estime que le total de ces rentrées n'est pas inférieur à six milliards.

Ainsi, d'une part, la balance des comptes belge se trouve, de ce fait, largement favorable et, d'autre part, l'abondance des capitaux a provoqué, alors qu'on craignait de devoir prendre des mesures contraires, un abaissement du taux de l'escompte qui est passé de 7 à 6 1/2 %, puis à 6 % en février 1927. On prévoit même la possibilité d'une réduction nouvelle.

Avec la stabilité, la sécurité et la confiance sont revenues et ont eu, en même temps, une heureuse influence sur la Bourse, notamment sur les cours des valeurs à revenu fixe, emprunts d'état ou obligations. C'est ainsi que l'Emprunt consolidé 3 % qui, en juillet, avait touché le cours de 55.25, cotait, au début d'avril 1927, 89.25. De même, en juillet, les Bons du Trésor ont valu 89 fr. L'action de la Société Nationale des Chemins de Fer Belges qui les a remplacé pour la plupart, échangée contre 500 francs de nominal de ces Bons, soit contre 445 francs de valeur réelle, cotait, au début d'avril, 563 francs.

Ces résultats méritent de retenir l'attention. Peut-être, faut-il encore signaler un phénomène qui est en train de se poursuivre, à l'exemple de ce qui a été déjà observé en Allemagne ou en Autriche, après leur restauration

financière : la revalorisation des actions des sociétés industrielles et commerciales. Beaucoup de capitaux récemment importés ont servi à l'achat de ces valeurs, cotées relativement bas par rapport à leur valeur intrinsèque, valeur accrue encore aux yeux de l'étranger par la certitude de la stabilité monétaire. On pouvait légitimement en attendre une hausse appréciable; dès avril, elle était déjà importante.

L'émission des billets par la Banque Nationale a légèrement augmenté depuis la stabilisation. Le chiffre de l'émission, non comprises les coupures de 5 et de 20 francs, était, au 28 octobre 1926 de 8.766 millions et, au 7 avril 1927, de 9.390 millions. Mais il n'y a pas là inflation qui puisse être sujet d'inquiétude : ces billets sont la contrevaletur des devises étrangères qui sont venues augmenter l'encaisse or de la Banque Nationale.

§ 2. — *Les prix*

La situation du Commerce et de l'Industrie

Au moment de la stabilisation, on craignait beaucoup qu'une hausse brusque des prix intérieurs ne se produisît et qu'ils ne fussent appelés, dans un délai très bref, à rejoindre les prix « mondiaux ». On considérait comme tels les prix pratiqués aux Etats-Unis. Cette hausse aurait provoqué un nouveau déséquilibre dans la vie économique du pays, un retard dans l'adaptation aux cours pratiqués. Le revenu national n'augmentant pas, la prime à l'exportation disparue, les impôts s'accumulant devaient amener une crise générale, commerciale, industrielle, avec

tous les troubles économiques et sociaux qui peuvent en résulter.

Jusqu'en avril 1927, on assista en Belgique à une stabilisation des prix de gros que tendent à rejoindre les prix de détail. Et ceci semble bien indiquer que les prix des pays à monnaie-or n'ont pas eu jusqu'ici, sur les prix belges, une très grande influence. En effet, en février 1927, le nombre-indice des prix de gros aux Etats-Unis était aux environs de 160, il était de 173 en Grande-Bretagne, de 145 en Allemagne. Exprimé en valeur-or, il n'était en Belgique que de 123. Voici d'ailleurs les chiffres les plus récents :

		PRIX DE GROS		PRIX DE DÉTAIL	
		Frs belges	Valeur or	Frs belges	Valeur or
1926	Janvier.....	559	131,65	527	124,11
	Avril	621	117,83	529	100,39
	Juin.....	671	102,55	579	88,52
	Juillet.....	876	110,31	637	80,21
	Août.....	856	122,14	681	97,19
	Septembre....	859	122,36	684	97,39
	Octobre.....	856	124,57	705	102,60
	Novembre.....	865	124,81	730	105,89
	Décembre.....	860	124,09	741	106,78
1927	Janvier.....	856	123,52	755	108,91
	Février.....	854	123,23	770	111,08
	Mars.....	858	123,80	771	111,22

A noter que les indices des prix de détail sont beaucoup plus élevés dans les grandes villes où se font les consommations les plus importantes. Au 15 janvier 1927,

alors que l'indice des prix de détail était, pour le Royaume, de 755, il était de 793 à Anvers et de 805 à Bruxelles.

Ainsi, tandis que les débouchés, ventes à l'intérieur ou exportations se ferment, les prix de revient ou frais généraux des entreprises industrielles et commerciales tendent à augmenter. Il n'y a pas encore, a fort bien dit M. Gustave Leo-Gérard (1), « stabilisation des prix de revient » et d'autant moins que ceux-ci subissent, dès maintenant, ou sont appelés à subir la charge des impôts votés ou des demandes d'augmentations de salaires.

Rien que pour les premiers, en estimant, avec M. Gustave Leo-Gérard, la valeur de la production belge à 30 milliards, l'augmentation d'impôts votée en juin 1926 alourdirait ses charges, comparativement à l'année précédente, de 5 %, auxquels il faut ajouter 1 % du fait de l'augmentation des tarifs de transports.

Cependant, les chiffres relevés jusqu'ici, concernant⁺ la production industrielle permettent, à première vue, de rester optimiste. C'est ainsi que l'ensemble des charbonnages belges a produit :

En octobre 1926, 2.264.000 tonnes;

En février 1927, 2.251.000 tonnes.

Les stocks, sur le carreau des mines, ont, par contre, augmenté et sont passés de 124.000 tonnes à 720.000, mais il semble que ce résultat soit dû principalement à la cessation de la grève des mineurs anglais.

La production de fonte était :

En septembre 1926, de 312.000 tonnes;

(1) Conférence faite à Bruxelles le 11 avril 1927 à la Salle de l'Union Coloniale.

En février 1927, de 292.000 tonnes.

Il n'y a pratiquement pas ralentissement.

On peut, par contre, observer un certain manque d'activité dans les industries de la verrerie, mais il s'explique parce que un des débouchés principaux, la Chine, se trouve fermé à l'importation par suite des événements.

Le ralentissement qui est enregistré dans le « bâtiment » provient de ce que cette industrie sort d'une période de suractivité : la construction était, pendant ces dernières années, un mode d'évasion des capitaux et de fuite devant la monnaie.

De même encore, les quelques statistiques concernant le mouvement du commerce ne sont guère concluantes. Voici celles des douanes qui indiquent, en franc-or, le chiffre d'exportation des produits fabriqués :

Septembre	1926	: 147 millions
Octobre	»	: 172 »
Novembre	»	: 170 »
Décembre	»	: 202 »
Janvier	1927	: 134 »
Février	»	: 152 »

Les chiffres anormaux de décembre et de janvier sont dûs vraisemblablement à un phénomène saisonnier additionnés, ils sont du même ordre de grandeur que ceux des deux mois précédents.

Voici encore le nombre des wagons chargés mensuellement sur le réseau belge :

Septembre	1926	: 493.000
Octobre	»	: 501.000
Novembre	»	: 517.000
Décembre	»	: 471.000

Janvier	1927	: 431.000
Février	»	: 411.000
Mars	»	: 469.000

La plupart de ces chiffres ne semble pas indiquer de ralentissement très net dans l'activité du pays. Mais il faut bien dire que, si une crise d'adaptation devait se produire, le taux de stabilisation est assez bas pour la retarder quelque peu. D'ailleurs, du fait même que, d'une façon générale, on attend cette crise, beaucoup d'établissements ont pris leurs dispositions en conséquence.

De toute façon, il faut reconnaître qu'il est trop tôt pour enregistrer quelques symptômes indiquant un malaise inquiétant. Il ne s'est pas encore écoulé assez de temps depuis les arrêtés de stabilisation. En outre, on manque encore de statistiques précises. Enfin, il faut tenir compte, dans l'analyse des chiffres connus, de certains autres événements qui n'ont aucun lien avec les phénomènes monétaires.

On a vu, en effet, la grève des mineurs anglais avoir sa répercussion sur la situation des charbonnages, les événements de Chine sur celle de la verrerie. De même encore, une autre influence, étrangère à la Belgique, a grandement favorisé son industrie et son commerce; c'est la hausse du franc français qui a procuré au marché belge de nombreux débouchés extérieurs, au détriment du marché français.

Dans ces conditions, il semble bien qu'à l'heure actuelle il soit prématuré de vouloir isoler de l'ensemble des résultats connus, ceux qui sont uniquement la conséquence de la stabilisation. Mais, étant donnée la marche des événements et, peut-on ajouter, les précautions prises

pour parer ou atténuer la crise attendue, il est permis de ne pas être pessimiste.

§ 3. — *Conséquences sociales*

Les conséquences sociales qu'on pouvait craindre à la suite d'une crise industrielle de réadaptation se résument en un mot, le « chômage ».

Il a été exposé que, jusqu'ici tout au moins, les industries et le commerce travaillent normalement ou à peu près. Il y a, en Belgique, 600.000 ouvriers inscrits aux caisses de chômage. Or, au mois de mars et au début d'avril 1927, le nombre des chômeurs connu varie de 1 à 2.7 %.

Les difficultés provenant de la réforme monétaire se rattachent donc essentiellement au problème des prix. La hausse des prix de détail a été examinée. Elle a son importance :

1° Pour les rentiers. Ceux-ci ont subi une perte de revenus des 6/7°. Des demandes de revalorisation de rentes, faites au Parlement, ne pouvaient raisonnablement pas avoir de suite et n'en ont pas eu ;

2° Pour les fonctionnaires. Leur traitement avait été, à peu près, adapté au cours de la livre de 107. Ils subissent ainsi une importante diminution dans leur pouvoir d'achat, mais accorder une satisfaction immédiate à leurs réclamations serait déséquilibrer le budget de 300 millions de francs ;

3° Enfin pour les salariés, en général. Devant la hausse des prix, ils voient, eux aussi, leur pouvoir d'achat dimi-

nuer. C'est à leur détriment que, par la compression des salaires et des prix de revient, pourra peut-être se faire, sans heurt, l'adaptation industrielle au nouvel état de choses monétaire. Mais, tôt ou tard, des ajustements de salaires seront nécessaires. Alors, moins le coût de la vie sera élevé, plus les difficultés seront faciles à aplanir. Peut-être qu'à ce moment l'unité monétaire sera le belga et ce sera alors que l'on verra si la création du belga sur la base du multiple 5 correspond à ce qu'en attendaient ses auteurs.

§ 4. — *Conséquences financières*

Il semble nécessaire, pour terminer l'étude de la situation de la Belgique à la suite de la stabilisation, de jeter un coup d'œil sur l'assainissement réalisé dans les finances de l'Etat, sur la Dette publique et le budget pour 1927.

La Dette Publique

Un très bref rappel des chiffres de la Dette, avant la première tentative de stabilisation, puis en pleine crise, enfin à la fin d'octobre 1926, paraît utile pour indiquer le chemin parcouru.

DETTE INTÉRIEURE ⁽¹⁾

(en millions de francs)

NATURE de la dette	SITUATION AU			Augmen- ta- tion	Diminution
	30/9/1925	31/5/1926	31/10/1926		
A. Consolidée..	17.077	17.298	22.032	4.955	
B. Flottante..	14.774	14.087	5.215		9.559
Totaux..	31.851	31.385	27.247	4.955	9.559
				Diminut. 4.604	

Il suffira de rappeler ici que l'augmentation de la Dette Consolidée a été réalisée principalement par l'échange des Bons du Trésor contre les actions de la *Société Nationale des Chemins de fer* au mois d'Août. Le chiffre définitif sur lequel porte cet échange est de 4.172 millions.

Le Fonds d'Amortissement a également placé des titres des Chemins de fer en Belgique et à l'étranger pour une somme globale de 532 millions.

D'autre part, le Fonds d'Amortissement avait, du 30 septembre au 31 octobre 1926, remboursé 144 millions de Dette Consolidée.

En ce qui concerne la Dette flottante, non seulement la Consolidation forcée du mois d'Août l'a diminuée de 4.172 millions de francs, mais encore les Arrêtés de stabilisation ont permis d'éteindre à concurrence de 4.705 millions la dette de l'Etat envers la Banque, cette dette se trouvant réduite à 2 milliards.

De plus, la Trésorerie et le Fonds d'Amortissement ont procédé à des remboursements. La Dette à court terme qui subsiste est aménagée, c'est-à-dire qu'on en a prévu

(1) Cf. : Exposé général du Budget pour 1927, p. 10.

la liquidation à des termes fixés, au moyen de ressources certaines.

La création du Fonds d'Amortissement et son intervention dans l'aménagement de la Dette flottante, les remboursements qu'il a déjà opérés constituent une précieuse garantie pour les contribuables.

DETTE EXTÉRIEURE
(en millions de francs stabilisés)

NATURE DE LA DETTE	SITUATION AU			Augmentation	Diminution
	30-9-1925	31-5-26	31-10-1926		
A. - Consolidée	24.203	25.505	28.897	4.694	
B. - Flottante	2.004	1.550	1.020		984
TOTAUX...	26.207	27.055	29.917	4.094	984
				Augmentation	3.710

La Dette Consolidée Extérieure s'est accrue :

1° Par l'émission de l'Emprunt de stabilisation qui a produit 3.880 millions.

2° Par la consolidation du crédit de reconstruction de 9 millions de livres, réalisée par la Convention de Londres du 31 Décembre 1925, opération réduisant la Dette flottante, mais augmentant la Dette Consolidée de 1.568 millions de francs.

Ces chiffres sont, en fait, quelque peu diminués par le jeu normal des amortissements. Il faut bien noter qu'à cette augmentation de la Dette Consolidée Extérieure correspond une diminution de la Dette flottante intérieure (réduction des avances de la Banque à l'Etat).

En ce qui concerne la Dette flottante, il suffit de rappeler l'accord de Londres et aussi l'accord belgo-fran.

çais qui a apuré les créances et dettes réciproques des deux pays. Ces deux accords avaient contribué à la diminution de cette Dette flottante extérieure. Les 31 millions de dollars de Bons du Trésor à change garanti existant au 31 mai 1926 était, dès le 31 octobre, réduits à 24 millions de dollars et la provision nécessaire au remboursement de ce solde était constituée.

Il faut observer que le tableau ci-dessus ne comprend pas, dans les dettes à court terme existant au 31 Mai 1926, les deux crédits provisoires de change de 27 millions et demi de dollars obtenus en octobre et en décembre 1925. Leur solde débiteur, en Juin 1926 dépassait 15 millions de dollars. Le remboursement en était effectué le 30 septembre 1926.

En résumé,

La Dette Intérieure est diminuée de	4.604.000.000 fr.
La Dette Extérieure a augmenté de	3.710.000.000 fr.

Soit une diminution du total de la dette de francs :	894.000.000
---	-------------

Mais il faut, en outre, tenir compte de ce fait que le remboursement de la Dette flottante extérieure est assuré et ajouter à ces 894 millions, la contrevaletur de 24.700.000 dollars.

L'amélioration de la situation financière de l'Etat ne ressort pas seulement de la diminution de la dette totale, ni de l'aménagement de la dette flottante. Il convient de noter le progrès réalisé dans la répartition de cette dette. Ce sera facile en reprenant les chiffres qui ont été indiqués ci-dessus.

Au 30 septembre 1925 (1). (en millions de francs stabilisés)

I — Dette Consolidée

Intérieure	17.077		
Extérieure	24.203		
	—————	44.280	71 %

II — Dette Flottante

Intérieure	14.774		
Extérieure	2.004		
	—————	16.778	29 %
		—————	—————
		58.058	100 %

Au 31 octobre 1926

I — Dette Consolidée

Intérieure	22.032		
Extérieure	28.897		
	—————	50.929	89 %

II — Dette Flottante

Intérieure	5.215		
Extérieure	1.020		
	—————	6.235	11 %
		—————	—————
		57.164	100 %

Le Budget

Enfin, dernier élément d'appréciation de la situation de l'Etat, le budget doit présenter un équilibre rigoureux si on veut assurer l'avenir de la stabilisation.

Le budget pour 1927, tel qu'il a été adopté par le Par-

(1) Ces chiffres sont ceux indiqués par l'exposé général du budget pour 1927.

lement, semble présenter à ce point de vue toutes garanties. En voici le résumé présenté par l'Exposé Général du Ministre des Finances.

BUDGETS	Dépenses	Recettes
Ordinaire.	6.341.429.451,26	7.902.020.483
Extraordinaires :		
1° Proprement dit :	491.934.231 »	23.829.000
2° Dépenses non permanentes de réparations.	580.269.440 »	4.004.810.000
Marines, Postes, Télégraphes, et Téléphones et Aéronautiques :		
1° Exploitation.	636.272.972 »	649.922.388
2° Premier Etablissement.	165.489.550 »	800.000
TOTAL : Fr.	7.915.094.644,26	9.878.381.871
Excédent de Recettes	Frs. 1.663.286.226,74	

Quand on aura distrait de ce boni la somme de 1 milliard et demi de francs à verser au Fonds d'Amortissement, il restera encore un excédent de recettes de plus de 163 millions.

Cependant, il y aurait peut-être lieu de faire quelques réserves quant au résultat final de ce budget. Les dépenses, en effet, en ont été calculées sur la base de l'Index-Number à 750, que l'on considérerait, à l'époque, comme tenant compte de toutes les éventualités. Or, ce chiffre est déjà largement dépassé. Aussi, il ne faut peut-être pas croire si aisément toutes les difficultés vaincues, il y aura sans doute encore des moments désagréables à passer. Il faudra procéder à des réajustements de traitements

qui surchargeront d'autant les dépenses de l'Etat, et il faudra bien trouver soit de nouvelles recettes soit de nouvelles économies à réaliser.

Ce sera sans doute l'œuvre du budget de 1928 et c'est vraisemblablement ce budget qui orientera la stabilisation vers des moments difficiles ou vers le succès définitif.

CONCLUSION

L'œuvre considérable réalisée par la Belgique et qui vient d'être étudiée, est encore trop récente pour qu'on puisse en tirer des conclusions précises et porter sur elles un jugement définitif.

Trop de faits, trop d'actes que l'histoire ne dévoilera que dans quelques mois ou quelques années, sont encore restés dans l'ombre.

Pour le moment, on ne peut guère qu'énumérer des faits, essayer de les classer, enregistrer les premiers résultats.

MM. Janssen et Franqui successivement ministres des Finances se sont trouvés devant la même tâche. Ils l'ont comprise de la même façon. Le premier a posé des jalons, a instauré des méthodes, a mené l'opinion de son pays à partager ses vues un moment ; par un effort de raisonnement et de persuasion il l'a menée au bord de la réforme monétaire.

Le manque de confiance intérieure, puis, par ricochet, extérieure, ne lui a pas permis de poursuivre son œuvre.

Peut-être son plan se serait-il défendu par lui-même s'il avait été appliqué. Mais devant le jeu des passions politiques et devant l'obstacle insurmontable d'une opinion publique surexcitée, il a dû se retirer. On lui a repro-

ché d'avoir manqué de vigueur dans son action. Que pouvait-il donc faire à ce moment de crise ? La nervosité de la masse lui aurait-elle permis une initiative quelque peu hardie ? Ne se serait-elle pas cabrée devant une consolidation forcée par exemple ? On peut le craindre, puisque M. Janssen a pu dire que s'il l'avait tentée, il se serait fait selon sa propre expression « lapider dans la rue ».

M. Franqui fort de l'expérience qui venait d'être faite, tout en ne s'écartant guère des principes techniques de son prédécesseur, s'est sans doute montré plus énergique dans l'exécution de certaines mesures envisagées.

Mais il convient ici de tenir compte de ce que l'état d'esprit général s'était singulièrement modifié au cours des dernières semaines. On avait, dans tous les milieux vécu des heures angoissantes devant les progrès incessants de la dévalorisation; on craignit de voir consommée la ruine du pays; on eut peur; devant le danger commun, les dissensions politiques se calmèrent et pour le conjurer, la nation toute entière était prête aux plus durs sacrifices.

Le talent de M. Franqui a été de comprendre cette situation et d'en profiter pour imposer les mesures nécessaires.

A mesurer ainsi du regard l'ensemble de tous ces événements, encore très récents, mais qui cependant se présentent déjà avec un certain recul dans le temps, on voit apparaître très nettement comme essentiel dans les théories économiques, qu'elles concernent le change ou la monnaie, le rôle considérable des facteurs psychologiques.

On paraît avoir aujourd'hui compris dans le Royaume, toute l'importance de ces facteurs, même pour l'avenir,

et aussi que la stabilité obtenue au prix de grandes difficultés, ne pourra résister à l'épreuve du temps que grâce à un effort soutenu dans tous les domaines, à une grande persévérance dans l'économie, à une politique toute de sagesse et de prudence dont la voie est maintenant tracée.

C'est ici, le cas où jamais, de répéter une fois encore : « Faites de bonne politique avant tout, vous aurez de bonnes finances par surcroît ».

Le meilleur moyen de faire de bonne politique est encore de n'en pas faire du tout, de prolonger la trêve aux discussions intérieures entre les partis dans un but commun : le relèvement définitif et la prospérité du pays.

Vu : Le Doyen,

H. BERTHÉLÉMY.

Vu : Le Président de Thèse,

Alb. AFTALION.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

CHARLETY.

COURS MOYEN MENSUEL DU DOLLAR A BRUXELLES ⁽¹⁾

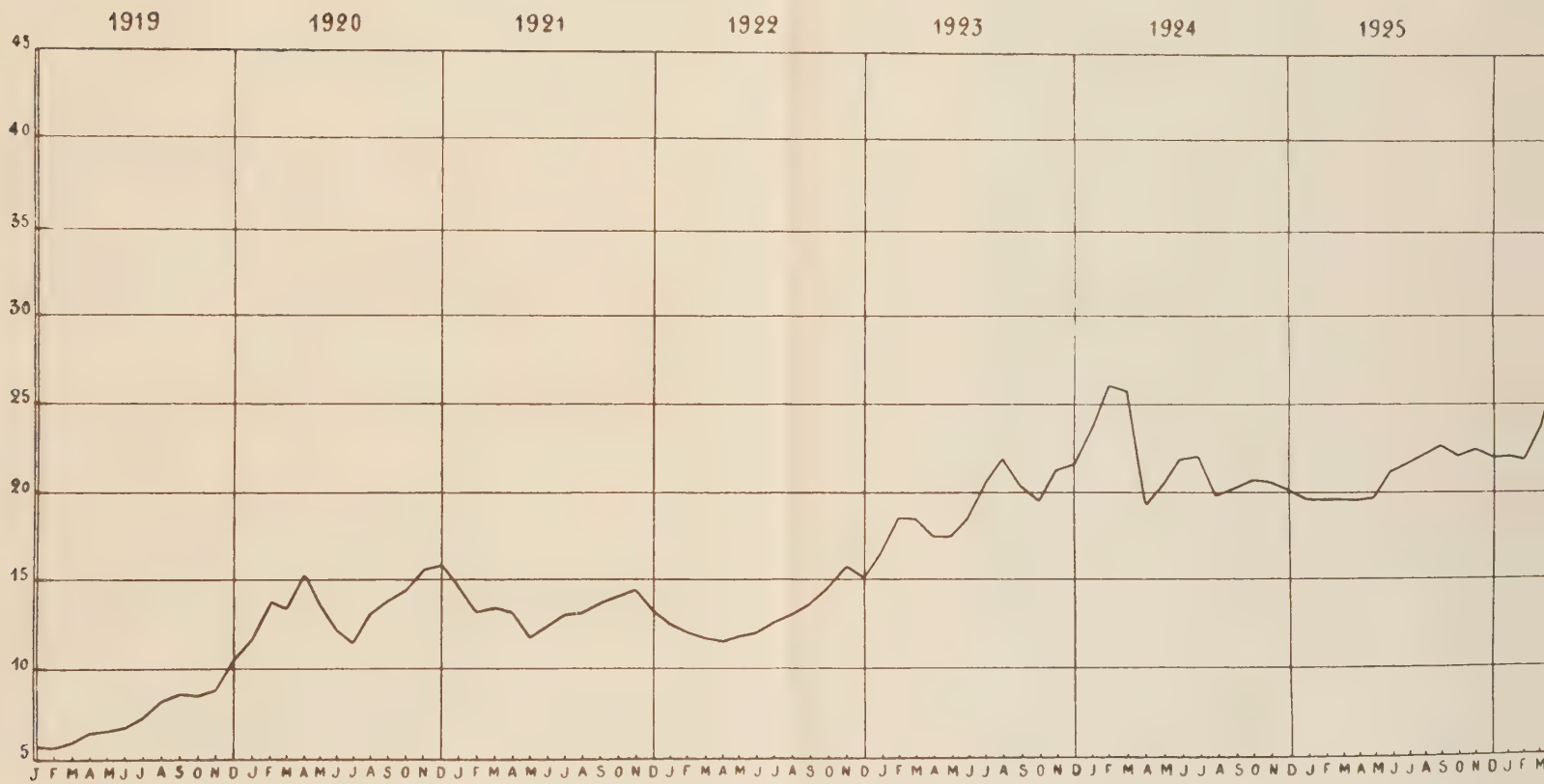
	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926
Janvier.....	5,7781	11,96	14,78	12,76	16,48	23,86	19,76	22,01
Février.....	5,6912	13,86	13,27	12,03	18,36	26,06	19,66	21,98
Mars	5,9071	13,51	13,53	11,89	18,01	25,90	19,73	23,79
Avril.....	6,3105	15,27	13,43	11,74	17,07	19,28	19,78	27,31
Mai.....	6,4419	13,85	11,92	11,96	17,11	20,51	19,91	32,34
Juin.....	6,6539	12,06	12,41	12,19	18,52	21,94	21,26	33,91
Juillet.....	7,2014	11,51	13,01	10,82	20,47	22,01	21,67	41,16
Août.....	8,1579	13,13	13,26	13,27	21,98	19,98	22,12	36,32
Septembre.....	8,52	13,97	13,88	13,82	20,48	20,24	22,68	36,72
Octobre.....	8,5272	14,45	14,01	14,60	19,64	20,80	22,06	35,95
Novembre.....	8,82	15,66	14,44	15,81	21,20	20,70	22,05	35,91 ⁽²⁾
Décembre.....	10,3675	15,96	13,31	15,09	21,79	20,12	22,05	35,92 ⁽³⁾

(1) Voir le graphique ci-contre.

(2) Contrevaieur de Belgas 7.182.

(3) Contrevaieur de Belgas 7.184.

Fluctuations du dollar à Bruxelles (moyennes mensuelles)



BIBLIOGRAPHIE

Journaux Belges

L'Etoile Belge.
L'Indépendance Belge.
La Métropole (Anvers).
Le Moniteur des Intérêts Matériels.
Le Peuple.
Le Vingtième Siècle
Les Annales Parlementaires.
Le Moniteur Belge.
L'Echo de la Bourse (de Bruxelles).

Journaux Français

Le Temps.
Journal des Débats.
L'Information financière.

Revue et Documents divers

Situation Economique de la Belgique, 1924-1925.
Documents parlementaires et Revues signalés au cours de l'ouvrage.
Rapports annuels de la Banque Nationale 1925-26.
Rapports annuels de la Banque de Bruxelles.
Rapports annuels de la Société Générale de Belgique.
Rapports annuels de la Banque d'Outremer.

Ouvrages spéciaux à la Belgique

ANSIAUX et OBRECHT. — Un contre-projet de réforme monétaire. Bruxelles, 1926.
Professeur BAUDHUIN. — La Structure Economique de la Belgique. Bruxelles, 1926.

- BOISLANDRY DUBERN. — **La stabilisation du franc belge.**
Revue Economique Internationale, 25 décembre 1926.
- CHLEPPNER. — **La Dépréciation et la Stabilisation du franc Belge.**
Revue d'Economie politique, janvier 1927.
- CHLEPPNER. — **Le projet de réforme monétaire en Belgique.**
Revue Bancaire Belge, septembre-octobre 1925.
- Max-Léo GERARD. — **Le Franc Belge.** Revue Economique Internationale, 25 février, 10 mars 1925.
- L. FRANCK. — **La Stabilisation Monétaire en Belgique.** Paris, 1926.
- HOFFMAN. — **L'Essai de Stabilisation Belge.** Thèse Lille, 1926.
- JOUVET. — **La Restauration financière de la Belgique.** Thèse, Paris, 1925.
- LAURANS. — **Le Relèvement financier de la Belgique et ses conséquences monétaires.** Thèse, Paris, 1926.

Ouvrages Généraux

- AFTALION. — **Monnaie, Prix et change.** Paris, Sirey, 1927.
- ALLIX. — **La Déflation.** Revue politique et Parlementaire, janvier 1924.
- ALLIX. — **La politique monétaire.** Revue politique et Parlementaire, janvier 1925.
- ARNAUNE. — **Monnaie, Crédit, Change.** Paris, 1922.
- G. E. BONNET. — **Les Expériences Monétaires Contemporaines.** Paris, 1926.
- CASSEL. — **La Monnaie et le Change après 1914.** Paris, 1923.
- DECAMPS. — **Les changes étrangers.** Paris, 1922.
- DECAMPS. — **Questions Monétaires.** Paris, 1922.
- J. DUBOIN. — **La Monnaie et le Change.** Paris, 1925.
- J. DUBOIN. — **La Stabilisation du franc.** Paris, 1927.
- I FISHER. — **Stabilizing the dollar.** New-York, 1920.
- Y. GUYOT. — **Les problèmes de la déflation.** Paris, 1923.
- GUYOT et RAFFALOVITCH. — **Inflation et Déflation.** Paris, 1921.
- O. HOMBERG. — **Le financier dans la Cité.** Paris, 1926.
- J. M. KEYNES. — **La Réforme Monétaire.** Traduction, Paris, 1924.
- DE LONGEVIELLE. — **Vers la Monnaie saine.** Thèse, Paris, 1926.

- LEURANCE. — **La stabilisation du franc.** Thèse, Paris, 1926.
- NOGARO. — **La Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains.** Paris, 1924.
- POMMERY. — **Change et Monnaies.** Paris, 1926.
- RIST. — **La Déflation en pratique.** Paris, 1924.
- RIST. — **Chronique de la Stabilisation.** Revue d'Economie Politique 1925-1926.
- ROBERT. — **Dépréciation de la monnaie et équilibre budgétaire.** Thèse, Paris, 1926.
- SANCERY. — **Le retour à l'or dans les régimes monétaires d'après la guerre.** Paris, 1926.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
PREMIERE PARTIE	
L'ASSAINISSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES BELGES ET LE PROBLÈME MONÉTAIRE EN 1925	5
CHAPITRE I. — Le Relèvement Economique de la Belgique de 1919 à 1925	7
CHAPITRE II. — La Hausse et les fluctuations du change :	14
§ 1. — Les faits	14
§ 2. — Les causes de la dépréciation de la monnaie	16
CHAPITRE III. — Les facteurs de la hausse des changes étrangers en Belgique	21
A) Facteurs quantitatifs :	21
1° La Circulation	21
2° La Balance des Comptes	24
B) La qualité de la créance de la Banque sur l'Etat : Les finances de l'Etat	27 27
CHAPITRE IV. — Conséquences de la hausse des changes étrangers	30
CHAPITRE V. — Les solutions possibles	37
A) Le retour au pair	41
B) La stabilisation	53
C) L'opinion publique belge et le problème monétaire. — La situation politique. — La solidarité du franc belge et du franc français	60 60
DEUXIEME PARTIE	
LE PREMIER PLAN DE STABILISATION	67
CHAPITRE I. — Les Mesures d'assainissement jusqu'au mois d'octobre 1925	69 69
A) La politique budgétaire	69

§ 1. — <u>Les Impôts</u>	69
§ 2. — <u>Economies</u>	72
§ 3. — <u>Emprunts</u>	74
§ 4. — <u>Réparations</u>	76
§ 5. — <u>Dettes Interalliées</u>	77
B) La politique Monétaire	78
CHAPITRE II. — Le Budget de 1926	83
CHAPITRE III. — La Tentative de Réforme Monétaire	90
§ 1. — <u>Le mécanisme du plan</u>	90
§ 2. — <u>Le remboursement à la Banque Nationale : la réévaluation de l'Encaisse et l'Emprunt Extérieur</u>	91
§ 3. — <u>Le Rôle de la Banque Nationale</u>	95
§ 4. — <u>Le nouveau statut de la Banque Nationale</u>	97
§ 5. — <u>L'opinion et vote du projet</u>	100
§ 6. — <u>L'échec de l'emprunt extérieur</u>	105
CHAPITRE IV. — Les Conséquences de la hausse des changes du 15 mars	109
A) La Situation Politique	109
B) Les Nouveaux Projets du Gouvernement	110
§ 1. — <u>Economies</u>	110
§ 2. — <u>Dettes flottantes</u>	111
§ 3. — <u>Chemins de Fer</u>	112
C) La Démission du Ministre des Finances et la Crise politique	113
CHAPITRE V. — Les Causes de l'Echec	116
§ 1. — <u>La première impression</u>	116
§ 2. — <u>La dette flottante et la Trésorerie</u>	119
§ 3. — <u>La balance des comptes</u>	121
§ 4. — <u>Le Taux de stabilisation</u>	123
§ 5. — <u>La situation politique</u>	124
§ 6. — <u>Les facteurs indépendants de la Belgique</u>	126

TROISIEME PARTIE

LA DEUXIEME STABILISATION 127

CHAPITRE I. — La Situation au mois de mai 1926 et la formation du nouveau ministère	127
--	-----

CHAPITRE II. — Les grandes lignes du plan Franqui et la loi des pleins pouvoirs	135
CHAPITRE III. — L'Assainissement des finances de l'Etat	138
§ 1. — <u>Les premières mesures</u>	138
A) Les mesures d'ordre général :	138
Comité du Trésor et Compression des dépenses	139
Restrictions	140
B) Le fonds d'Amortissement et les nouveaux impôts	142
§ 2. — <u>La Société Nationale des Chemins de Fer et la Consolidation de la dette flottante</u>	147
A) Constitution de la Société	147
B) Consolidation	150
C) La Trésorerie après la Consolidation	155
CHAPITRE IV. — La Réforme Monétaire	158
§ 1. — <u>Les grandes lignes de la Réforme. Sa Technique</u>	159
§ 2. — <u>Les Négociations avec l'Etranger</u>	160
A) La Convention entre les Banques d'Emission	160
B) L'Emprunt Extérieur	161
§ 3. — <u>Le Taux de Stabilisation</u>	163
§ 4. — <u>Le nouveau Statut de la Banque Nationale</u>	167
A) La Convention du 18/10	167
B) Le privilège et le Statut de la Banque Nationale	168
§ 5. — <u>Les Arrêtés Royaux du 25 octobre 1926. — Le Belga</u>	171
§ 6. — <u>L'accueil reçu par la Stabilisation et la retraite de M. Franqui</u>	175
CHAPITRE V. — Les Conséquences de la Stabilisation :	177
§ 1. — Conséquences monétaires :	177
A) Le change	177
B) Le marché des capitaux	177
§ 2. — <u>Les prix. La situation du commerce et de l'industrie</u>	179
§ 3. — <u>Conséquences sociales</u>	184
§ 4. — <u>Les conséquences financières</u>	185
A) La dette publique	185
B) Le budget pour 1927	189
CONCLUSION	193
GRAPHIQUE DES CHANGES A BRUXELLES	197
BIBLIOGRAPHIE	199

Société Anonyme
DU RECUEIL SIREY
Paris
